



RÉPUBLIQUE  
FRANÇAISE

*Liberté  
Égalité  
Fraternité*

# Développement de **l'offre** de logement locatif intermédiaire par les investisseurs institutionnels

AVRIL 2021

Alexandre **JEVAKHOFF**

Vincent CONSTANSO

Cédric DUTRUEL

Léa TEXIER

Marianne **LEBLANC LAUGIER**

Luc **BÉGASSAT**

Jacques **FRIGGIT**





**RÉPUBLIQUE  
FRANÇAISE**

*Liberté  
Égalité  
Fraternité*

Ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance

Ministère délégué auprès du ministère de la Transition écologique, chargé du Logement

Ministère délégué auprès du ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance, chargé des Comptes publics

INSPECTION GÉNÉRALE  
DES FINANCES

N° 2021-M-009-05

CONSEIL GÉNÉRAL DE L'ENVIRONNEMENT  
ET DU DÉVELOPPEMENT DURABLE

N° 013789-01

## RAPPORT

# DÉVELOPPEMENT DE L'OFFRE DE LOGEMENT LOCATIF INTERMÉDIAIRE PAR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Établi par

**ALEXANDRE JEVAKHOFF**  
Inspecteur général  
des finances

**VINCENT CONSTANSO**  
Inspecteur des finances

**CÉDRIC DUTRUEL**  
Inspecteur des finances

**LÉA TEXIER**  
Assistante de mission

**MARIANNE LEBLANC LAUGIER**  
Inspectrice générale de l'administration du  
développement durable

**LUC BÉGASSAT**  
Inspecteur général de l'administration du  
développement durable

**JACQUES FRIGGIT**  
Ingénieur général des ponts, des eaux  
et des forêts

- AVRIL 2021 -



## SYNTHÈSE

Par lettre de mission datée du 26 janvier 2021, l'Inspection générale des finances (IGF) et le Conseil général de l'environnement et du développement durable (CGEDD) ont été saisis afin d'apprécier les déterminants d'une montée en charge des investisseurs institutionnels dans le champ du logement locatif intermédiaire (LLI).

Pour répondre à la demande formulée par le ministre de l'économie, des finances et de la relance et la ministre de la transition écologique, la mission s'est fait fort d'évaluer le besoin en logement intermédiaire. Il résulte des analyses de l'IGF et du CGEDD que celui-ci s'établit entre 180 000 et 420 000 unités nouvelles sur une décennie soit un investissement en fonds propres de l'ordre de 20 à 45 Md€ sur la période. **S'il est difficile d'apprécier objectivement tant la capacité que l'inclination des investisseurs institutionnels à renforcer leur présence sur le segment du LLI, les acteurs rencontrés tendent à considérer que le marché pourrait financer 50 000 logements intermédiaires par an sous réserve de capacités de production adéquates.** Les 2,0 à 4,5 Md€ qu'il conviendrait de consacrer en fonds propres chaque année ne semblent pas constituer un obstacle majeur.

**Au-delà des sommes à mobiliser, la montée en puissance des investisseurs institutionnels suppose néanmoins une réallocation conséquente au sein de leurs portefeuilles d'actifs dans un contexte marqué par leur retrait du résidentiel depuis les années 1980.** Au 31 décembre 2019, l'immobilier ne représentait ainsi que 6,3 % en valeur des actifs détenus par ces personnes morales, là où la part des valeurs mobilières s'établissait à près de 85 %. À la même date, le poids du résidentiel atteignait à peine 1 %, soit environ 22 Md€ , du total de leurs actifs.

**Il résulte cependant des travaux conduits par la mission qu'un tel changement de stratégie de la part des investisseurs institutionnels n'est pas conditionné à une intervention massive de l'État.** Au contraire, les acteurs rencontrés ont fait part de leur volonté d'inscrire leur action dans un environnement juridique, économique et fiscal à la fois stable et prévisible. **S'il n'est pas attendu de changements majeurs à l'initiative de la puissance publique, il lui appartient en revanche de faciliter la fluidité du marché et la diversité de l'offre.**

**Pour ce faire, la levée des réticences des communes apparaît comme la première priorité. La substitution de l'exonération de taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB) dont bénéficie aujourd'hui le logement intermédiaire institutionnel par un crédit d'impôt** semble devoir être privilégiée. Si une telle hypothèse était retenue, il conviendrait que son coût n'excède pas celui de l'exonération de TFPB estimé entre 300 et 350 M€ en rythme de croisière, c'est-à-dire en tenant compte de la construction nette de 420 000 logements à l'horizon d'une décennie.

**La visibilité du logement intermédiaire en tant que segment de marché distinct du logement social doit également être renforcée.** La mission suggère ainsi de mettre fin au critère consistant à imposer au moins 25 % de logements sociaux au sein des programmes de logement intermédiaire pour bénéficier du taux réduit de TVA fixé à 10 %. Cette dérogation s'appliquerait dans les communes respectant les quotas fixés par la loi n°2000-1208 du 13 décembre 2000 dite *loi SRU*, étant rappelé que cette exemption a déjà été accordée aux opérations LLI réalisées dans les communes disposant de plus de 35 % de logements sociaux.

**Les besoins en logement intermédiaire ne sauraient se limiter à la production de logements neufs.** Si la vacance de longue durée est certes concentrée dans des zones où le niveau des loyers ne justifie pas la production de logements intermédiaires, il demeure dans ces zones des logements durablement vacants. Pour couvrir ce segment de marché, la mission propose de **repren dre la rédaction de l'article 1384-0 A du code général des impôts (CGI) pour élargir les avantages fiscaux dont bénéficient les investisseurs institutionnels dans le cas de la construction de logements intermédiaires neufs à la rénovation de logements.** Une telle mesure s'intégrera de plus pleinement à la réalisation des objectifs nationaux en la matière, le *plan de rénovation énergétique des bâtiments* prévoyant d'atteindre la neutralité carbone d'ici à 2050.

S'agissant des collectivités territoriales, la mission recommande de rendre obligatoire l'évaluation des besoins en logement intermédiaire dans les programmes locaux de l'habitat (PLH) tout en procédant à l'évaluation *ex post* des niveaux de loyers et des impacts du neuf sur la vacance. Il est en outre suggéré de rendre obligatoire la prise en compte des objectifs en matière de logement intermédiaire au sein des plans locaux d'urbanisme (PLU). Enfin, **la mission suggère de faciliter le développement de filiales par les bailleurs sociaux déjà présents sur le marché du logement intermédiaire en facilitant l'ouverture de leur capital et en permettant aux organismes de gérer en direct les logements acquis ou construits par leurs filiales.**

**Outre les acteurs institutionnels, la mission s'est intéressée au rôle que pourraient jouer les épargnants particuliers sur ce marché en mutation.** Par-delà les apparences, il importe de ne pas opposer systématiquement ces deux catégories d'investisseurs. S'ils poursuivent des objectifs qui peuvent diverger, les placements des premiers trouvent leur origine, au moins en partie, dans les disponibilités des seconds. À cet égard, les levées de fonds réalisées conjointement par la Caisse des dépôts et des acteurs privés s'appuient entre autres sur l'épargne des particuliers comme en témoigne la présence d'assureurs. **Dans la perspective d'une réduction progressive des dispositifs fiscaux en faveur de l'investissement des particuliers, la mission estime que le développement de nouveaux fonds dédiés au logement intermédiaire en construction neuve ou en rénovation de l'ancien, sous la forme d'organismes de placement collectif en immobilier (OPCI),** pourrait permettre de continuer de diriger l'épargne des ménages vers le logement intermédiaire sans déstabiliser les acteurs de la construction et sans dispositif d'incitation fiscale supplémentaire.

Enfin, la mission recommande de **mettre en place les moyens nécessaires à l'évaluation du dispositif en facilitant le transfert de données entre administrations, la mesure des loyers de marché, et le suivi de l'incidence des LLI sur le parc et son occupation.**

# SOMMAIRE

INTRODUCTION.....	1
<b>1. L'OFFRE DE LOGEMENTS LOCATIFS INTERMÉDIAIRES, AU CARREFOUR DU PARC SOCIAL ET DU MARCHÉ LIBRE, RÉSULTE MAJORITAIREMENT D'INVESTISSEMENTS RÉALISÉS PAR DES PARTICULIERS QUI S'AVÈRENT PEU ADAPTÉS AUX BESOINS DES PUBLICS ÉLIGIBLES.....</b>	<b>2</b>
1.1. Les logements locatifs intermédiaires s'adressent à des ménages à revenus moyens qui, dans les territoires les plus tendus, ne peuvent supporter les loyers du secteur libre sans pouvoir accéder facilement au parc social.....	2
1.2. La production de logements locatifs intermédiaires PLI des bailleurs sociaux, aux loyers très inférieurs au marché, reste faible .....	4
1.3. Le parc locatif privé, dont la composition a fortement évolué, a été marqué par un retrait des investisseurs institutionnels pendant près de 40 ans .....	5
1.4. Les logements construits dans le cadre des dispositifs Pinel et Duflot sont très majoritairement situés en zones B1, B2 et C, là où les loyers de marché ne sont généralement pas éloignés des loyers sociaux .....	7
1.5. L'offre des institutionnels dans le cadre du dispositif créé en 2014 monte en puissance mais reste à ce jour modeste.....	9
1.5.1. <i>Un dispositif récent réservé aux investisseurs professionnels.....</i>	<i>9</i>
1.5.2. <i>Une production en croissance régulière grâce au dynamisme des deux principaux opérateurs parapublics, suivis par de nombreux bailleurs sociaux, la place des opérateurs purement privés restant marginale .....</i>	<i>10</i>
1.5.3. <i>Une production située très majoritairement dans des zones tendues où les besoins sont avérés.....</i>	<i>12</i>
<b>2. LE BESOIN DE CONSTRUCTION EN LOGEMENT INTERMÉDIAIRE EST ESTIMÉ ENTRE 180 000 ET 420 000 LOGEMENTS SUR UNE DÉCENNIE, SOIT UN BESOIN DE FINANCEMENT EN CAPITAL COMPRIS ENTRE 2 ET 4,5 MILLIARDS D'EUROS PAR AN PENDANT DIX ANS .....</b>	<b>14</b>
2.1. L'offre locative de statut intermédiaire existante est relativement abondante mais seule une fraction estimée à 140 000 logements environ peut être considérée comme inférieure d'au moins 10 % au prix de marché.....	14
2.1.1. <i>L'offre intermédiaire des bailleurs sociaux et autres investisseurs institutionnels n'excède pas 110 000 logements.....</i>	<i>14</i>
2.1.2. <i>L'offre des bailleurs personnes physiques issue des réductions d'impôt pour investissement locatif est de l'ordre de 400 000 à 500 000 logements mais seuls 31 000 environ répondent réellement à la demande de logements intermédiaires et sont donc « utiles ».....</i>	<i>15</i>
2.1.3. <i>L'offre totale « utile » de logements locatifs intermédiaires est estimée à 140 000 logements environ.....</i>	<i>15</i>
2.2. Entre 320 000 et 560 000 ménages au niveau national seraient en attente d'un logement locatif intermédiaire .....	16
2.2.1. <i>Le cœur de cible du logement locatif intermédiaire pour l'Île-de-France est estimé à 281 000 ménages dont 162 000 pour lesquels l'accession à la propriété n'offre pas d'alternative.....</i>	<i>16</i>

2.2.1.1.	<i>Les tranches de revenu qui définissent le cœur de cible sont nettement inférieures aux plafonds du logement intermédiaire, voire du PLS.....</i>	<i>16</i>
2.2.1.2.	<i>Le logement locatif intermédiaire répond aux besoins de 160 000 à 280 000 ménages en Île-de-France.....</i>	<i>17</i>
2.2.2.	<i>Dans l'attente d'autres études locales, la demande potentielle en logements locatifs intermédiaires au niveau national peut être estimée au double de l'Île-de-France, soit de 320 000 à 560 000 logements.....</i>	<i>18</i>
2.2.3.	<i>Au niveau national, le nombre de logements locatifs intermédiaires nécessaire pour répondre aux besoins des ménages non satisfaits par l'offre existante est évalué entre 180 000 et 420 000 dont 75 % dans les zones A et A bis.....</i>	<i>18</i>
2.2.4.	<i>En termes financiers, un besoin d'investissement en fonds propres estimé entre 20 et 45 milliards d'euros, soit entre 2,0 et 4,5 milliards d'euros par an sur 10 ans.....</i>	<i>19</i>
<b>3.</b>	<b>LE BESOIN EN CAPITAL EST A PRIORI FINANÇABLE PAR LE MARCHÉ.....</b>	<b>20</b>
3.1.	<i>Le parc résidentiel des investisseurs institutionnels ne représente plus que 1% des logements privés et environ 1 % en valeur des actifs qu'ils détiennent.....</i>	<i>20</i>
3.1.1.	<i>Les investisseurs institutionnels ont progressivement réduit la part de l'immobilier résidentiel dans leurs portefeuilles aujourd'hui constitués à près de 85 % de valeurs mobilières.....</i>	<i>20</i>
3.1.2.	<i>En matière d'actifs immobiliers, la composition du portefeuille des investisseurs institutionnels traduit une préférence pour l'immobilier d'entreprise.....</i>	<i>21</i>
3.2.	<i>À la recherche d'actifs alternatifs, les investisseurs institutionnels manifestent un regain d'intérêt pour l'immobilier résidentiel en général et le logement intermédiaire en particulier.....</i>	<i>23</i>
3.2.1.	<i>Dans un environnement économique incertain, l'immobilier résidentiel apparaît comme un actif moins procyclique et compatible avec les exigences liées à l'investissement socialement responsable.....</i>	<i>23</i>
3.2.2.	<i>La majorité des investisseurs institutionnels rencontrés ont fait part de leur volonté d'accroître leur exposition à l'immobilier résidentiel dont le logement intermédiaire constitue une classe d'actif spécifique.....</i>	<i>25</i>
<b>4.</b>	<b>LA MONTÉE EN PUISSANCE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS SUR LE LOGEMENT INTERMÉDIAIRE DÉPENDRA DE LA CAPACITÉ À EMPLOYER LE FONCIER CONSTRUCTIBLE.....</b>	<b>27</b>
4.1.	<i>Satisfaire le besoin en logement intermédiaire suppose d'augmenter globalement de 40 % à 220 % le rythme de construction du LLI.....</i>	<i>27</i>
4.1.1.	<i>Les efforts de croissance de la production pour atteindre 18 000 à 42 000 logements par an sur 10 ans sont très différents selon qu'il s'agit des secteurs immobiliers en tension classés en zones A et A bis, ou de certaines métropoles régionales classées en B1.....</i>	<i>27</i>
4.1.2.	<i>Les capacités opérationnelles de promotion et de construction peuvent dans l'absolu soutenir la croissance attendue.....</i>	<i>28</i>
4.2.	<i>Cependant, la capacité à mobiliser le foncier disponible se heurte à plusieurs difficultés.....</i>	<i>29</i>
4.2.1.	<i>Des réticences générales au développement de l'offre résidentielle de nombreuses collectivités risquent d'être accentuées par les attentes en matière de sobriété foncière.....</i>	<i>29</i>
4.2.2.	<i>Les pertes de recettes fiscales liées à l'exonération de TFPB sur le LLI alimentent les réticences des communes.....</i>	<i>30</i>

4.2.3.	<i>Par ailleurs, lorsque des emprises foncières constructibles sont disponibles, la primauté donnée à la production de logements locatifs sociaux pour satisfaire aux exigences de l'article 55 de la loi SRU contrevient au développement du LLI.....</i>	30
4.2.4.	<i>La faible prise en compte des besoins en logement locatif intermédiaire dans les documents de programmation de l'habitat et d'urbanisme ne facilite pas la production de l'offre.....</i>	31
4.2.5.	<i>Le prix du foncier dans les secteurs à forte tension immobilière est prohibitif pour équilibrer financièrement les opérations s'il est insuffisamment compensé.....</i>	32
<b>5.</b>	<b>L'INTERVENTION DE LA PUISSANCE PUBLIQUE DOIT PERMETTRE DE FLUIDIFIER LE MARCHÉ EN VUE DE STIMULER L'OFFRE DE LOGEMENT INTERMÉDIAIRE.....</b>	<b>34</b>
5.1.	Conforter l'intérêt des investisseurs institutionnels en levant les obstacles à la production de logement intermédiaire et en renforçant les incitations à investir.....	34
5.1.1.	<i>Faciliter le développement de l'offre dans les communes réticentes en transformant l'exonération de TFPB, supportée par le bloc communal, en crédit d'impôt, supporté par l'État.....</i>	34
5.1.2.	<i>Donner davantage de visibilité au LLI en le distinguant du logement social et en l'intégrant aux politiques territoriales de l'habitat.....</i>	37
5.1.3.	<i>Le cadre juridique existant est satisfaisant aux yeux des acteurs et n'appelle pas de réforme en vue d'attirer davantage les capitaux disponibles.....</i>	38
5.2.	Ouvrir le logement intermédiaire à l'ancien par l'extension des avantages fiscaux dont bénéficie la construction neuve de logement intermédiaire à la rénovation.....	40
5.3.	Favoriser l'allocation des ressources vers le logement intermédiaire par l'entrée de nouveaux acteurs institutionnels et la mobilisation de l'épargne des ménages en s'appuyant sur le cadre applicable aux fonds d'investissement alternatifs (FIA).....	42
5.3.1.	<i>Le modèle économique du logement intermédiaire est largement financiarisé.....</i>	42
5.3.2.	<i>Alors qu'INLI et CDC Habitat dominent très largement le marché l'arrivée de nouveaux acteurs doit être encouragée.....</i>	43
5.3.2.1.	<i>Un duopole qui peut éloigner du marché certains investisseurs</i>	43
5.3.2.2.	<i>Les bailleurs sociaux font face à des contraintes juridiques qui fragilisent une hausse de leur investissement sur ce segment..</i>	45
5.3.2.3.	<i>Les acteurs locaux du marché immobilier sont encore éloignés du logement intermédiaire.....</i>	46
5.3.3.	<i>Favoriser la collecte d'épargne à travers la création de fonds dédiés encadrés pour inciter de nouveaux acteurs à s'intéresser au marché du logement intermédiaire à la fois sur le neuf et la rénovation.....</i>	47
5.3.3.1.	<i>Diriger l'épargne individuelle vers le logement intermédiaire....</i>	47
5.3.3.2.	<i>La composition mixte entre production neuve et rénovation serait a priori sans conséquence sur la rentabilité du fonds.....</i>	48
5.3.4.	<i>Un fonds créé à cadre juridique constant et sans avantages fiscaux supplémentaires autres que ceux déjà existants au profit des investisseurs institutionnels.....</i>	49
5.3.4.1.	<i>L'investissement des particuliers pourrait prendre la forme d'une souscription de parts dans des fonds pierre-papier de type OPCV dédiés au logement intermédiaire.....</i>	49

5.3.4.2.	<i>Un fonds sans avantage fiscal supplémentaire.....</i>	51
5.3.4.3.	<i>Un FIA qui compléterait l'offre proposée à l'épargnant privé .....</i>	53
5.4.	<i>Améliorer l'évaluation du dispositif.....</i>	54
5.4.1.	<i>Mettre en place un transfert de données de la DGFIP au SDES.....</i>	54
5.4.2.	<i>Évaluer l'écart entre les loyers de marché et les loyers réellement pratiqués en LLI.....</i>	54
5.4.3.	<i>Évaluer l'effet du LLI sur la construction d'autres logements et sur l'occupation du parc.....</i>	54
5.4.4.	<i>Suivre la transition du Pinel au LLI.....</i>	55
<b>SYNTHÈSE DES PROPOSITIONS .....</b>		<b>57</b>

## INTRODUCTION

Par une lettre de mission datée du 26 janvier 2021, l'Inspection générale des finances (IGF) et le Conseil général de l'environnement et du développement durable (CGEDD) ont été saisis afin d'apprécier les déterminants d'une montée en charge des investisseurs institutionnels dans le champ du logement locatif intermédiaire (LLI).

La mission s'est déroulée entre le 18 février et le 31 mars 2021.

Ces travaux ont vocation à étayer le rapport qui doit être rendu au Parlement en application du III de l'article 168 de la loi n° 2020-1721 du 29 décembre 2020 de finances pour 2021. Cet article prévoit que le Gouvernement remette au Parlement « *un rapport proposant des dispositifs de soutien au développement de l'offre de logement locatif intermédiaire, favorisant une implication accrue des investisseurs institutionnels* ».

L'analyse demandée à la mission repose dans un premier temps sur un état des lieux du parc existant de logements intermédiaires et sa comparaison avec une projection des besoins en la matière. Dans un second temps, les travaux conduits par l'IGF et le CGEDD entendent mettre en perspective le besoin en LLI avec le cadre réglementaire, économique et fiscal dans lequel s'inscrivent les investisseurs institutionnels sur ce segment du marché résidentiel.

Cette analyse doit permettre d'identifier les éventuelles difficultés et, sur cette base, de formuler des préconisations opérationnelles visant à favoriser la montée en puissance des investisseurs sur ce marché. Ces travaux s'inscrivent dans un contexte de réduction progressive des dispositifs fiscaux en faveur de l'investissement des particuliers (Pinel). Les propositions de la mission visent à produire une offre de logement répondant à une demande insuffisamment satisfaite tout en optimisant la dépense publique.

Dans ce but, et compte tenu des délais contraints qui s'imposaient à elle, la mission a conduit ses travaux selon deux axes :

- ◆ s'appuyer sur la série de rapports communs IGF/CGEDD<sup>1</sup> depuis 2019 consacrés à la politique du logement pour établir et nourrir son diagnostic ;
- ◆ rencontrer le plus grand nombre d'investisseurs institutionnels déjà présents ou non sur le marché du logement intermédiaire pour recueillir leur vision du marché et échanger avec eux sur leurs perspectives d'investissement en la matière.

Seul le territoire métropolitain a été considéré, l'analyse des spécificités du droit ultramarin, notamment en matière d'investissement immobilier, n'étant pas compatible avec les délais fixés. La mission n'a également étudié le logement intermédiaire qu'à travers sa définition légale, telle que fixée par les articles L.302-16 et suivants du code de la construction et de l'habitation (CCH).

---

<sup>1</sup> Trois rapports ont ainsi été remis au Gouvernement en la matière :

- ◆ rapport IGF n° 2019-M-012-03, CGEDD n° 012728-P *La diversification des sources de financement du secteur du logement locatif social*, remis en juillet 2019 et rendu public ;
- ◆ rapport IGF n° 2019-M-036-06, CGEDD n° 012887-P02 *Évaluation du dispositif d'aide fiscale à l'investissement locatif Pinel*, remis en novembre 2019 et rendu public ;
- ◆ rapport IGF n° 2020-M-018-02, CGEDD n° 013248-01 *Propositions sur l'évolution du dispositif d'aide fiscale à l'investissement locatif Pinel*, remis en juillet 2020 et non rendu public.

## 1. L'offre de logements locatifs intermédiaires, au carrefour du parc social et du marché libre, résulte majoritairement d'investissements réalisés par des particuliers qui s'avèrent peu adaptés aux besoins des publics éligibles

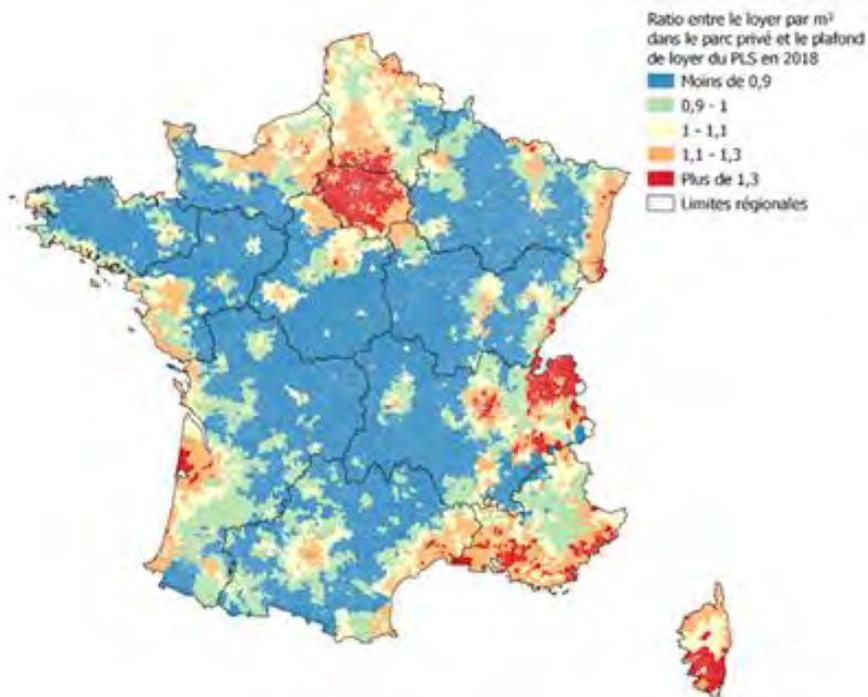
### 1.1. Les logements locatifs intermédiaires s'adressent à des ménages à revenus moyens qui, dans les territoires les plus tendus, ne peuvent supporter les loyers du secteur libre sans pouvoir accéder facilement au parc social

L'offre de logements à loyers abordables doit son existence à la présence d'un écart significatif entre les loyers du parc social et une offre de marché libre à loyers élevés. Cette situation se vérifie notablement en zone tendue, c'est-à-dire dans les territoires où l'offre de logements disponibles n'est pas suffisante pour couvrir la demande, à la fois en termes de volume et de prix.

Afin de représenter géographiquement cette réalité, les pouvoirs publics ont créé en 2003, dans le cadre du dispositif d'investissement locatif *Robien*, un zonage A/B/C du territoire national. Ce zonage caractérise la tension du marché du logement en cinq zones, de la plus tendue, A bis, à la plus détendue, la zone C.

Dans les zones tendues, les loyers de marché dépassent de 30 % à 40 %, voire 50 % au cœur de Paris, les loyers les plus élevés, financés par des prêts locatifs sociaux (PLS) des bailleurs sociaux (cf. figure 1). En conséquence, le niveau des loyers en Île-de-France, sur une grande partie de la côte méditerranéenne, dans le Genevois français, le Lyonnais et le Bordelais notamment, tend à exclure du parc locatif privé des ménages qui, par ailleurs, ne sont pas caractérisés comme « prioritaires » au regard des critères d'accès au parc social.

Figure 1 : Écarts entre loyers de marché et loyers plafonds PLS selon les territoires



Source : DHUP – Bureau FE5.

Lecture : Dans les communes en rouge vif, le loyer par m<sup>2</sup> dans le parc privé est supérieur de plus de 30 % au plafond de loyer PLS en 2018. Par exemple, à Nice, le loyer moyen (hors charges) dans le parc privé est de 14,55 €/m<sup>2</sup> et le plafond de loyer PLS (zone A) est de 10,15 €/m<sup>2</sup>, soit un ratio de 1,43.

## Rapport

Dans ces territoires à forte tension immobilière, le besoin existe pour une offre de logement dite intermédiaire aux loyers compris entre les plafonds PLS et le parc privé (cf. tableau 1). Les plafonds de loyer, de prix et de ressources ainsi applicables au logement intermédiaire ont été définis par le décret n° 2014-1102 du 30 septembre 2014 désormais codifié (cf. tableau 2).

**Tableau 1 : Plafonds comparés des loyers PLS et logement locatif intermédiaire en 2020**

Zone	A bis	A	B1	B2	C
Plafond de loyer logement intermédiaire	17,43 €/m <sup>2</sup>	12,95 €/m <sup>2</sup>	10,44 €/m <sup>2</sup>	9,07 €/m <sup>2</sup>	9,07 €/m <sup>2</sup>
Plafond PLS	13,54 €/m <sup>2</sup>	10,44 €/m <sup>2</sup>	8,99 €/m <sup>2</sup>	8,61 €/m <sup>2</sup>	8,00 €/m <sup>2</sup>

*Source : Mission, à partir de l'article 2 terdecies D de l'annexe 3 du code général des impôts (pour les plafonds de logement intermédiaire).*

**Tableau 2 : Extrait des plafonds annuels de ressources imposables des locataires pour les baux conclus en 2020**

Composition du foyer du locataire	Lieu de situation du logement (en €)				
	Zone A bis	Zone A	Zone B1	Zone B2	Zone C
Personne seule	38 465	38 465	31 352	28 217	28 217
Couple	57 489	57 489	41 868	37 681	37 681
Personne seule ou couple ayant une personne à charge	75 361	69 105	50 349	45 314	45 314
Personne seule ou couple ayant deux personnes à charge	89 976	82 776	60 783	54 705	54 705

*Source : Mission, à partir de l'article 2 terdecies D de l'annexe 3 du code général des impôts.*

Comparativement, les plafonds de loyers PLS sont eux-mêmes supérieurs de 30 % aux plafonds de loyers des logements sociaux ordinaires, financés en prêt locatif à usage social (PLUS).

Le parc des organismes de logements sociaux (OLS) compte 285 000 PLS, soit 5,7% de ce parc, dont la moitié en Île-de-France.

Toutefois, l'accès aux logements PLS est soumis à des procédures d'attribution identiques à l'ensemble des logements sociaux, ce qui suppose une formalisation administrative de la demande et des délais d'attente relativement longs. C'est la raison pour laquelle les ménages d'actifs jeunes, qui sont les principaux demandeurs concernés par la recherche d'une offre locative abordable<sup>2</sup> finissent par se détourner de cette offre sociale, au profit d'un accès plus direct au logement intermédiaire.

En outre, la production de PLS n'a jamais été priorisée dans les politiques publiques alors que les plafonds de loyers correspondent pourtant aux loyers de marché sur une grande partie du territoire national, et sont susceptibles de jouer le rôle de complément d'offre aux logements très sociaux.

<sup>2</sup> Les couples jeunes avec ou sans enfant représentent les ¾ des ménages occupant le LLI, selon les statistiques établies par l'APUR et CDC Habitat.

## Rapport

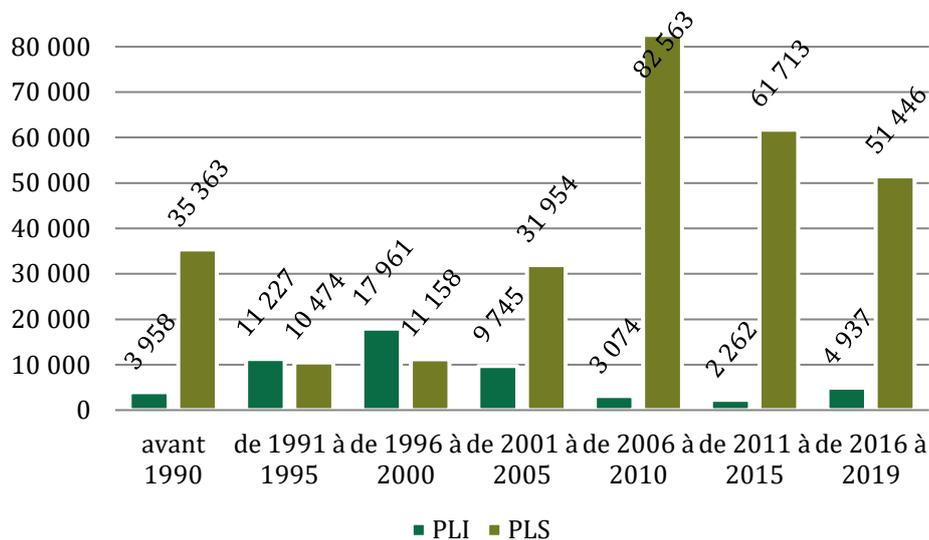
Le financement PLS sert donc l'équilibre économique des opérations et est, à ce titre, le plus souvent associé à d'autres financements de type PLUS et même PLAI (prêt locatif aidé pour l'insertion, aux niveaux de loyers très sociaux) selon les OLS. Ce segment de marché accueille de fait des locataires dont les ressources sont en dessous des plafonds du PLAI pour plus de la moitié d'entre eux, selon l'association des organismes HLM en Île-de-France (AORIF).

### 1.2. La production de logements locatifs intermédiaires PLI des bailleurs sociaux, aux loyers très inférieurs au marché, reste faible

Le parc de logements des bailleurs sociaux comporte une offre intermédiaire issue de financements prêts locatifs intermédiaires (PLI) et soumise aux mêmes plafonds de ressources et de loyers que les logements Pinel dans le parc privé. **Ce parc de 53 000 logements PLI<sup>3</sup> représente 1 % du parc total des bailleurs sociaux.**

Toutefois comparé au PLS, dont la production a connu une nette progression à partir des années 2006-2010, la production PLI des bailleurs sociaux reste marginale (cf. graphique 1).

**Graphique 1 : Nombre de logements selon l'année d'entrée dans le parc social**



*Source : Mission à partir des données Union sociale pour l'habitat extraites du répertoire des logements locatifs des bailleurs sociaux (RPLS) au 1<sup>er</sup> janvier 2020.*

Cette offre est située majoritairement (60 %) en Île-de-France et ses loyers, de l'ordre de 10 euros par m<sup>2</sup> dans la région capitale<sup>4</sup>, sont très inférieurs au marché. Ce parc PLI paraît ainsi en première approximation pouvoir contribuer à satisfaire les besoins en logements intermédiaires.

Il s'agit à plus de 80 % de logements entrés dans le parc des bailleurs sociaux avant 2006. Ces dernières années, la production de PLI tend en effet à être remplacée par le dispositif des logements locatifs intermédiaires créé en 2014 (cf. 1.5), ouvert aux bailleurs sociaux.

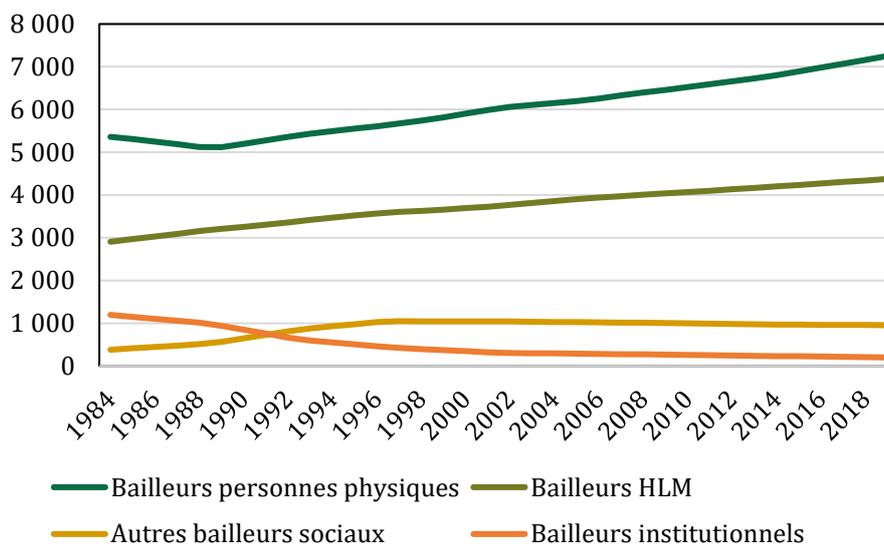
<sup>3</sup> Source : USH, mars 2021.

<sup>4</sup> Source : DRIHL.

### 1.3. Le parc locatif privé, dont la composition a fortement évolué, a été marqué par un retrait des investisseurs institutionnels pendant près de 40 ans

L'histoire de l'offre résidentielle en France a permis de mettre en évidence la quasi disparition du paysage immobilier d'une offre intermédiaire spontanée remplacée par la production de logements portée par des particuliers investissant dans l'immobilier locatif sur incitation fiscale et d'une augmentation du parc social<sup>5</sup> (cf. graphique 2).

Graphique 2 : Évolution du parc locatif français de 1984 à 2019 (en milliers de logements)



Source : Mission à partir des comptes du logement pour 2019.

Cette offre était constituée pour l'essentiel par les actifs immobiliers d'investisseurs institutionnels : employeurs (essentiellement pour des logements loués ou mis à disposition de leurs salariés), caisses de retraites, sociétés familiales de tailles diverses, sociétés cotées dédiées et autres véhicules recueillant de l'épargne, soit directement auprès des ménages, soit auprès de gestionnaires d'actifs (assurances, fonds de pension...) (cf. figure 2).

**Ce parc regroupait près de 1,2 million de logements en 1984, soit 18 % du parc locatif privé.** Il est en diminution constante depuis les années 1980 avec une accélération à compter du début des années 1990. En 1992, ces investisseurs détenaient encore 10 % du parc résidentiel français. Cette proportion a encore reculé pour s'établir à 6 % en 2002.

En 2019 on ne compte plus que 199 000 logements soit 2,8 % de l'ensemble du parc locatif privé (cf. graphique 3)

Parallèlement on observe une baisse marquée des occupations de logements à titre gratuit, mouvement qui correspond pour une part difficile à évaluer mais sans doute importante à la disparition de logements de fonction mis à disposition de leurs employés par des personnes morales. La part des *logés gratuitement* au sein du parc de logements est passée de 7,2 % en 1996 à 2,4 % aujourd'hui. Exprimée en nombre de logements, le recul de la mise à disposition gratuite de logements à leurs occupants est de l'ordre de 800 000 unités en trente ans<sup>6</sup> : de 1 500 000 en 1986 à 700 000 en 2016.

**Au total, près d'un million de logements sont sortis du parc des investisseurs institutionnels en 35 ans.**

<sup>5</sup> Cf. Pièces jointes II et III.

<sup>6</sup> *Le parc de logements en France au 1<sup>er</sup> janvier 2016*, Céline Arnold, Insee Focus n° 73, décembre 2016

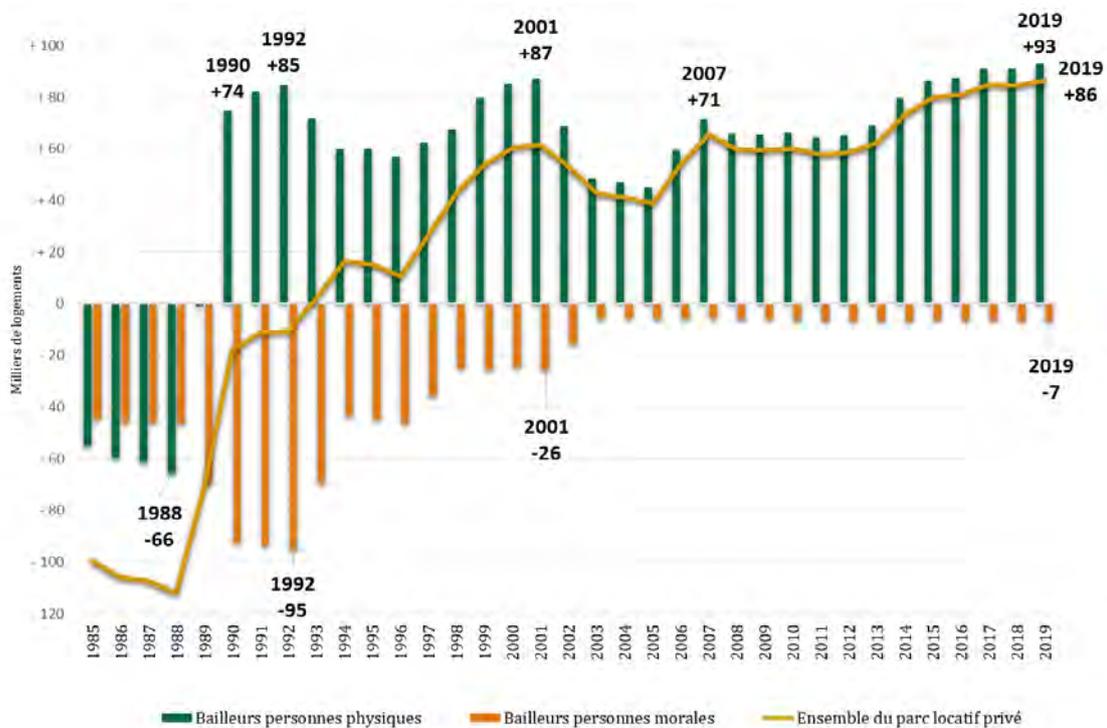
## Rapport

La raréfaction de l'offre locative intermédiaire, due au retrait des investisseurs institutionnels, a depuis été compensée par la croissance de la production de logements portée par des particuliers investissant dans l'immobilier locatif sur incitation fiscale. Ceux-ci sont passés de 5,4 millions en 1984 à 7,2 millions en 2019, soit une hausse d'1 800 000 logements en 35 ans.

À titre indicatif, le parc locatif a augmenté de près de 3 millions de logements, passant de 9,8 à 12,8 millions d'unités, sous l'effet notamment d'une augmentation du parc social de 2 millions de logements, de 3,3 à 5,3 millions d'unités, sur la même période.

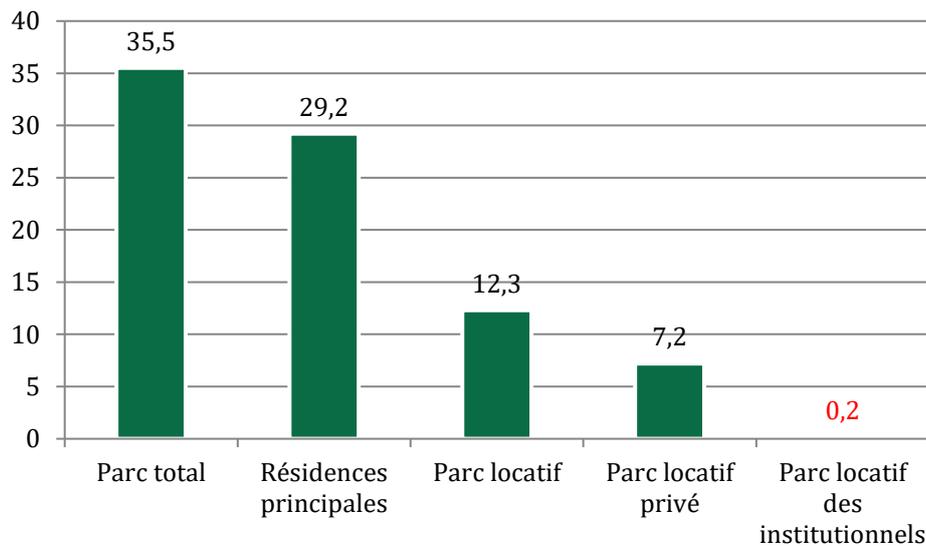
Cette tendance doit être relativisée du fait de la croissance démographique et du desserrement des ménages. Le parc résidentiel de propriétaires occupants est passé, en parallèle, de 10,7 à 17,3 millions de logements, soit une croissance de 6,6 millions d'unités.

Figure 2 : Variation annuelle du nombre de logements dans le parc locatif privé (en milliers de logements)



Source : Mission à partir des comptes du logement pour 2019.

Graphique 3 : Le parc résidentiel des institutionnels au sein du parc de logements (en millions)



Source : Mission, à partir des Comptes du logement pour 2019.

#### 1.4. Les logements construits dans le cadre des dispositifs Pinel et Duflot sont très majoritairement situés en zones B1, B2 et C, là où les loyers de marché ne sont généralement pas éloignés des loyers sociaux

Dans le parc privé, outre des logements conventionnés par l'agence nationale de l'habitat (Anah) dont les effectifs sont très limités, l'offre de logements soumis à des plafonds de loyers intermédiaires provient essentiellement du dispositif de réduction d'impôt sur le revenu pour investissement locatif Pinel ou d'un dispositif antérieur de même nature de type Duflot. Chaque année plusieurs dizaines de milliers de logements neufs sont ainsi mis en location à des conditions de loyer plafonné et de plafonds de ressources pour les locataires.

Le rapport IGF/CGEDD remis en 2019 consacré à l'évaluation du dispositif d'aide fiscale à l'investissement locatif Pinel avait estimé<sup>7</sup> que 70 % des biens construits dans le cadre du dispositif Pinel se situaient en zone B1, les 30 % restants étant en zone A et A bis (cf. tableau 3). La mission dresse un constat similaire concernant le dispositif Duflot (cf. tableau 4).

<sup>7</sup> Sur la base de 63 463 logements déclarés par des particuliers en métropole entre 2014 et 2016 dans le cadre des déclarations fiscales 2044 EB.

## Rapport

**Tableau 3 : Répartition par zone des 63 463 logements Pinel entre 2014 et 2016, identifiés par la mission commune IGF/CGEDD de 2019**

Zone	Nombre de logements	En %
A bis (Paris)	229	0,4 %
A et A bis (hors Paris)	18 481	29,1 %
B1	36 427	57,4 %
B2	8 074	12,7 %
C	228	0,4 %
Non déterminé	24	0,0 %
<b>Total</b>	<b>63 463</b>	<b>100,0 %</b>

*Source : rapport IGF/CGEDD, 2019, consacré à l'évaluation du dispositif d'aide fiscale à l'investissement locatif Pinel, mission.*

**Tableau 4 : Répartition par zone des logements Duflot construits entre 2014 et 2016**

Zone	Nombre de logements	En %
A bis	1 574	4 %
A	7 485	21 %
B1	19 233	54 %
B2	4 330	12 %
C	969	3 %
Non déterminé	2 245	6 %
<b>Total</b>	<b>35 836</b>	<b>100 %</b>

*Source : Mission sur la base des déclarations 2044 EB.*

Ces proportions sont comparables à celles issues des travaux du service de la donnée et des études statistiques (SDES) concernant le nombre de logements entrés dans le dispositif Pinel entre 2017 et 2018. Sur cette base, 67 % des logements Pinel déclarés en 2017 et 2018 se situent en zone B contre 33 % en zone A et A bis (cf. tableau 5). Avec 16 % des logements mis en location en 2017 et 2018, la région Île-de-France ne vient qu'au deuxième rang derrière l'Occitanie (17 %).

**Tableau 5 : Nombre de logements entrés dans le dispositif PINEL en 2017 et 2018**

Zone	2017	2018	Total	En %
A bis	2 185	2 653	4 838	4,3 %
A	15 063	16 743	31 806	28,4 %
B1	29 566	32 390	61 956	55,2 %
B2	6 515	6 948	13 463	12,0 %
C éligible	22	85	107	0,1 %
Total	53 351	58 819	112 170	100,0 %

*Source : DHUP, SDES à partir des déclarations fiscales 2044EB, mission.*

**En outre, le maintien de cette offre à des niveaux de loyers contraints n'est pas garanti au-delà des échéances contractualisées avec l'État, variables de 6 à 12 années.** En conséquence la connaissance précise de l'évolution du stock au-delà de cette durée est particulièrement malaisée, les logements dont le plafonnement des loyers arrive à terme pouvant sortir du parc locatif ou être remis sur le marché à des niveaux de loyers rejoignant ceux du marché.

**Pour cette raison, la construction d'une offre stable en volume de logements à loyers intermédiaires, dont les investisseurs institutionnels peuvent être les garants apparaît nécessaire afin de maintenir dans les zones tendues un stock suffisant de logements à loyers plafonnés.**

## 1.5. L'offre des institutionnels dans le cadre du dispositif créé en 2014 monte en puissance mais reste à ce jour modeste

### 1.5.1. Un dispositif récent réservé aux investisseurs professionnels

La construction du régime fiscal en faveur du logement intermédiaire spécifique aux personnes morales est récente, étant effective depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2014, soit un peu plus de sept ans<sup>8</sup>.

Le dispositif est destiné aux « investisseurs institutionnels », c'est à dire à la fois les bailleurs sociaux et toutes « autres personnes morales dont le capital est détenu en totalité par des personnes passibles de l'impôt sur les sociétés ou des établissements publics administratifs ».

Les logements bénéficiant de ce dispositif, obligatoirement issus de la construction neuve ou de la transformation de locaux, sont situés en zones A bis, A ou B1 et sont soumis aux mêmes plafonds de loyers et de ressources du logement intermédiaire que le dispositif Pinel ou le PLI ci-dessus.

Les logements doivent enfin être intégrés dans un ensemble immobilier comprenant au moins 25 % de logements locatifs sociaux, à l'exception des opérations situées dans des quartiers faisant l'objet d'une convention de renouvellement urbain ou dans les communes comprenant au moins 35 % de logements locatifs sociaux.

Les logements doivent être loués pendant au moins dix ans sans possibilité d'être cédés. À partir de la onzième année, la moitié des logements peut être vendue, puis la totalité à partir de la seizième année, sans que l'acheteur ne soit contraint de louer les logements dans des conditions de location particulière.

Lorsque ces contraintes sont respectées, les logements bénéficient d'un double avantage fiscal :

- ◆ l'acquisition est soumise au taux de TVA réduit de 10 % ;
- ◆ une exonération de taxe foncière pendant une durée maximale de 20 ans (sauf si le bien est cédé dans l'intervalle).

Depuis lors, les mesures additionnelles se sont multipliées pour augmenter l'attractivité de ce dispositif :

- ◆ l'ordonnance n° 2014-159 du 20 février 2014 relative au logement intermédiaire a ainsi pris trois mesures pour augmenter l'offre de logements intermédiaires dans les zones tendues :
  - définition d'un statut du logement intermédiaire, permettant aux collectivités territoriales ou à leurs groupements d'en définir les besoins de production au sein de leur programme local de l'habitat (PLH) ;
  - création d'un contrat de bail de longue durée dédié à la production de logement permettant aux propriétaires d'un terrain ou d'un bien de consentir, le cas échéant avec obligation de construire ou de réhabiliter les constructions existantes, des droits réels à un preneur, conditionnés par le respect d'obligations de plafonds de ressources et de loyers et le cas échéant de clauses anti-spéculatives ; en dissociant le foncier du bâti, ce dispositif devait permettre de diminuer le prix des logements proposés ;
  - droit donné aux organismes de logement social de créer, sur agrément du ministre en charge du logement, des filiales dédiées à la réalisation de logements intermédiaires ;

---

<sup>8</sup> Créé par l'article 73 de la loi de finances pour 2014 n° 2013-1278 du 29 décembre 2013.

## Rapport

- ◆ la loi *Croissance et activité* du 6 août 2015<sup>9</sup> a précisé ces mesures pour en faciliter l'application :
  - la construction de logement intermédiaire est autorisée sur tout le territoire français, les conditions pour bénéficier du régime fiscal dédié étant adossées au zonage par zones A/B/C ;
  - la création de filiales par les organismes de logements sociaux, dédiées au logement intermédiaire, est ouverte ; elles peuvent par exemple non seulement construire et gérer des logements intermédiaires, mais aussi acquérir des immeubles de bureaux pour les transformer en logements intermédiaires ;
  - les collectivités situées en zones tendues peuvent désormais prévoir dans leur document d'urbanisme la possibilité d'accorder, dans certaines zones, un bonus de constructibilité pouvant aller jusqu'à 30% en faveur de logements intermédiaires, sans pour autant que cette disposition ne s'applique aux communes carencées au titre de la loi SRU ;
- ◆ la loi de finances pour 2021 a supprimé la conditionnalité d'un agrément préfectoral préalable<sup>10</sup> à l'opération pour fluidifier la production, et remplacé cet agrément par un régime de transmission d'information *a posteriori* dont les modalités doivent être précisées par décret : tout manquement à cette obligation devant être passible d'amendes de 1 500 € ou 2 500 €.

Sur cette base, trois fonds dédiés au logement intermédiaire ont été créés par la Caisse des dépôts et consignations (CDC) et l'État (cf. 1.5.2), avec pour objectif affiché la création de 35 000 logements intermédiaires institutionnels à l'horizon 2019<sup>11</sup>.

### 1.5.2. Une production en croissance régulière grâce au dynamisme des deux principaux opérateurs parapublics, suivis par de nombreux bailleurs sociaux, la place des opérateurs purement privés restant marginale

De 2014 à 2020, le nombre des logements locatifs intermédiaires des investisseurs institutionnels (LLI) agréés **n'a cessé de progresser d'une année sur l'autre pour atteindre 13 376 en 2020**. Sur l'ensemble de la période le nombre de ces logements atteint 55 295, soit d'ores et déjà un peu plus que les 53 000 PLI recensés dans le parc social.

Cette montée en puissance repose en premier lieu sur le dynamisme des deux principaux acteurs parapublics : le groupe CDC Habitat et les filiales IN'LI d'Action Logement (cf. graphique 4). **Ensemble, CDC Habitat et les filiales IN'LI d'Action Logement, opérations réalisées en propre et structures gérées confondues, représentent 64 % des logements intermédiaires agréés entre 2014 et 2020.**

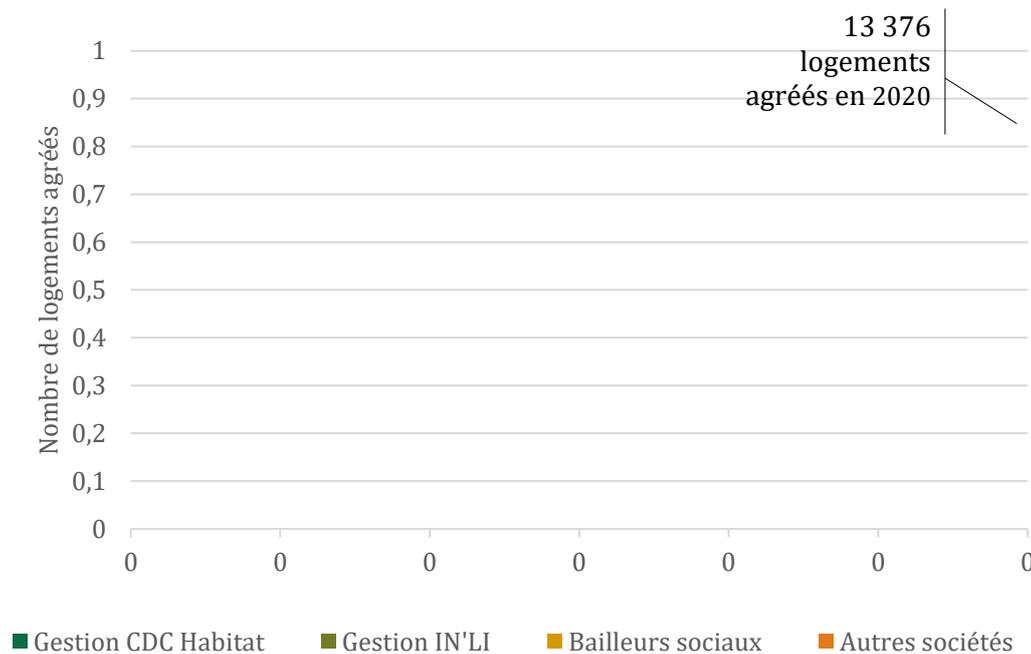
---

<sup>9</sup> Loi n°2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des changes économiques.

<sup>10</sup> Le bénéfice du régime fiscal avantageux dont bénéficie les investisseurs institutionnels sur le marché du logement intermédiaire était jusqu'alors conditionné par l'article 73 de la loi de finances initiale pour 2014 à un agrément préalable aux travaux de construction. Cet agrément était délivré par le préfet de département, après instruction de ses services

<sup>11</sup> Objectif par ailleurs atteint, la mission recensant 41 919 logements intermédiaires institutionnels au 31 décembre 2019.

Graphique 4 : Nombre de LLI agréés de 2014 à 2020 selon le type d'opérateurs



Source : Mission d'après un fichier des agréments SISL transmis par la DHUP.

**Le premier acteur à monter en puissance dès 2014 est CDC Habitat**, anciennement Société Nationale Immobilière (SNI), qui au sein du groupe Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), appartient à la Banque des Territoires. Très présent également sur le logement social, via sa filiale CDC Habitat social, le groupe détient et gère plus de 328 000 logements dont **87 000 pour la société CDC Habitat spécialisée sur le segment du logement intermédiaire**.

La société déclare ainsi avoir sécurisé le financement de 45 000 logements locatifs intermédiaires d'ici 2029 à travers trois canaux :

- ◆ des investissements en propre de la société CDC Habitat sur la base de financements provenant de la CDC qui doivent permettre de produire 12 000 logements intermédiaires ;
- ◆ une dotation totale d'un milliard d'euros de l'État pour la Société pour le Logement Intermédiaire (SLI) créée en 2015 par la puissance publique et dont CDC Habitat a obtenu la gestion suite à un appel d'offres. Ce financement doit permettre la production de 13 000 logements intermédiaires pour un coût d'investissement total, effet de levier de l'endettement compris, de 2,3 milliards d'euros ;
- ◆ des fonds propres collectés auprès de différents investisseurs institutionnels dans le cadre d'un premier Fonds pour le Logement Intermédiaire (FLI) créé en 2014, puis d'un deuxième fonds (FLI 2) en 2019 pour une capacité d'investissement de 3,8 milliards d'euros effet de levier de l'endettement compris permettant de produire 20 000 logements intermédiaires.

L'ensemble de ces logements ainsi que les structures porteuses sont gérées par la filiale Ampère Gestion qui, s'appuyant sur les différents métiers et compétences du groupe CDC Habitat, assure en général à la fois les fonctions *d'asset manager* et de *property manager*. L'action d'Ampère Gestion est fondée sur des objectifs partagés avec les investisseurs en termes de rendement attendu mais aussi, dans le cadre de la *Responsabilité Sociale des Entreprises* (RSE), sur l'utilité sociale des investissements avec des loyers fixés en moyenne 13 % en dessous du marché.

## Rapport

**Le groupe Action Logement et ses filiales IN'LI** prend à partir de 2018 le relais de CDC Habitat dans la montée en puissance de la production de logements locatifs intermédiaires. Le groupe a en effet décidé en 2017 de dédier des filiales régionales à ce segment de l'offre. La société IN'LI a ainsi été créée en Île-de-France par le regroupement de quatre structures préexistantes avec un parc de 43 000 logements. De même, sont créées en régions les filiales IN'LI AURA, IN'LI PACA, IN'LI Grand Est et IN'LI Sud-Ouest. Ces différentes filiales régionales mettent en œuvre des stratégies indépendantes mais disposent de moyens communs (plateforme commune en ligne pour la location par exemple).

**Le groupe Action Logement s'est fixé l'objectif de produire en 10 ans 100 000 logements locatifs intermédiaires dont 80 000 en Île-de-France.**

**Derrière ces deux acteurs majeurs, avec 32 % des logements agréés sur la période, les bailleurs sociaux participent** également à la montée en puissance du logement locatif intermédiaire des investisseurs institutionnels ; il s'agit principalement d'Entreprises Sociales pour l'Habitat (ESH ou SA d'HLM) qui représentent 75 % des logements agréés devant les Offices Publics de l'Habitat (9%) et les filiales dédiées au logement intermédiaire de bailleurs sociaux (8%).

**Les autres opérateurs ne représentent que 4 % des logements agréés entre 2014 et 2020 ;** ce sont essentiellement des structures constituées par des assureurs ou des banques.

### 1.5.3. Une production située très majoritairement dans des zones tendues où les besoins sont avérés

Tous les acteurs rencontrés par la mission ont insisté sur l'attention portée à l'existence d'une demande suffisante quand ils choisissent les territoires sur lesquels ils investissent. La répartition constatée des logements agréés entre 2014 et 2020 confirme ce souci. Ainsi les deux tiers des logements agréés entre 2014 et 2020 l'ont été en zone A ou A bis, la zone B1 qui regroupe 55 % des logements mis en location par des particuliers dans le cadre du dispositif Pinel ne représente que 33 % des logements agréés pour les investisseurs institutionnels (cf. tableau 6).

**Tableau 6 : Répartition des LLI agréés de 2014 à 2020 par zone A/B/C**

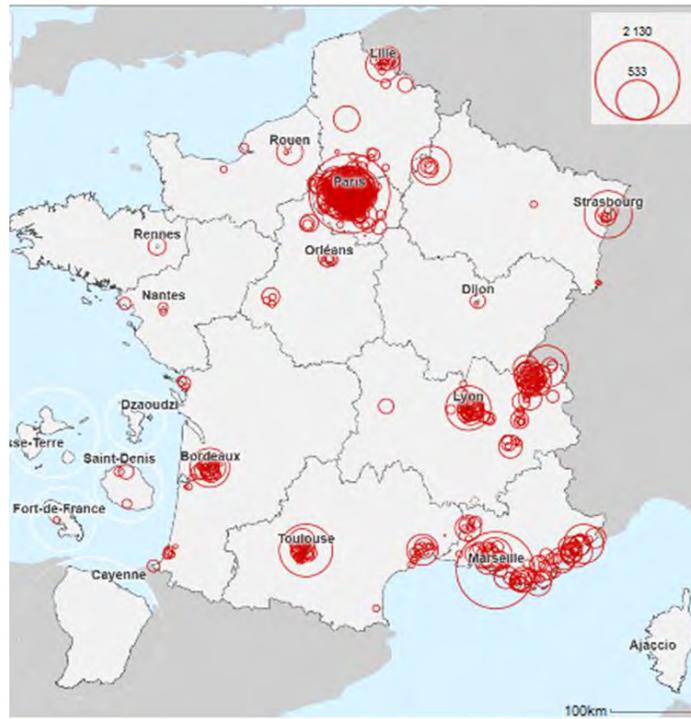
LLI agréés	Zone A Bis	Zone A	Zone B1	Zone C	Ensemble
Nombre de logements	9 977	26 841	18 445	32	55 295
Proportion	18,0 %	48,5 %	33,4 %	0,1 %	100,0 %

*Source : mission d'après le fichier des agréments LLI SISAL*

De plus au sein de ces zones, les constructions des institutionnels se concentrent dans les grandes agglomérations (cf. figure 3) ce que permet de constater l'examen spécifique de quatre territoires parmi les plus tendus : l'Île-de-France, le littoral méditerranéen de Montpellier à Menton, la région Rhône-Alpes de l'agglomération lyonnaise au Genevois français ainsi que la métropole lilloise et ses environs (cf. figure 4).

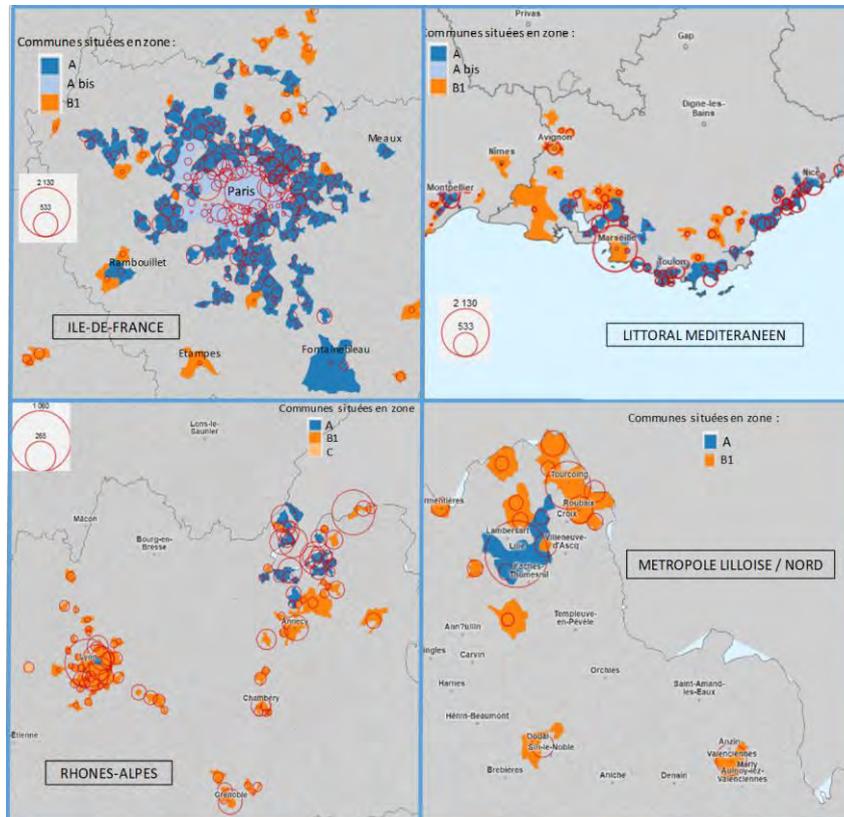
## Rapport

Figure 3 : Implantation par communes des LLI agréés entre 2014 et 2020



Source : Mission à partir du fichier SISAL de la DHUP. Carte réalisé avec l'outil Géoclip sur le site de l'ANCT.

Figure 4 : Répartition des LLI agréés de 2014 à 2020 par communes dans quatre territoires selon la zone A/B/C



Source : Mission (données DHUP/SISAL, Outil Géoclip de l'ANCT pour la cartographie.

## 2. Le besoin de construction en logement intermédiaire est estimé entre 180 000 et 420 000 logements sur une décennie, soit un besoin de financement en capital compris entre 2 et 4,5 milliards d'euros par an pendant dix ans

Pour évaluer les besoins de logements locatifs intermédiaires, la mission s'est efforcée de dénombrer l'offre existante pour la comparer à la demande des ménages et calculer par différence le besoin net de logements à créer. Ce calcul présenté ci-dessous fait l'objet d'une fiche technique en pièce jointe.

Eu égard à la complexité de cet exercice, la mission souligne que cette analyse peut présenter des biais de méthode influant sur le résultat, en ce qu'elle repose principalement sur une extrapolation de la réalité à date du marché du logement locatif intermédiaire et des pratiques de ces acteurs qui peuvent ne pas correspondre à leurs évolutions futures.

### 2.1. L'offre locative de statut intermédiaire existante est relativement abondante mais seule une fraction estimée à 140 000 logements environ peut être considérée comme inférieure d'au moins 10 % au prix de marché

#### 2.1.1. L'offre intermédiaire des bailleurs sociaux et autres investisseurs institutionnels n'excède pas 110 000 logements

Le parc des bailleurs sociaux construit via le dispositif PLI (cf. 1.1) s'établit à 53 164 logements au 1<sup>er</sup> janvier 2020, ce-dernier étant progressivement remplacé par la construction de logements intermédiaires par les investisseurs institutionnels qui comptait 55 295 logements agréés à fin 2020 (cf. 1.5.2). Sa répartition entre les trois zones A bis, A et B1 est très proche de celle des PLI (cf. tableau 7).

**Tableau 7 : Offre comparée de logements locatifs intermédiaires des bailleurs sociaux<sup>12</sup> et des investisseurs institutionnels**

Opérateurs	Total	Répartition par zone		
		A bis	A	B1
PLI bailleurs sociaux	53 164	21%	45%	34%
LLI 2014	55 295	18%	49%	33%
<b>Ensemble</b>	<b>108 459</b>	<b>20%</b>	<b>46%</b>	<b>34%</b>

*Source : mission d'après DHUP/SISAL pour les LLI (logements agréés de 2014 à 2020) et enquête RPLS au 1<sup>er</sup> janvier 2020 (exploitation USH) pour les PLI.*

Une partie des LLI agréés pourrait être cédée après 10 ans de location comme la loi le permet. Le comportement réel des différents investisseurs en matière de durée de détention ne peut toutefois être connu à ce stade. L'offre des bailleurs professionnels sera donc considérée ci-dessous comme stable en première approche, d'autant qu'aucun logement intermédiaire produit depuis 2014 n'a encore atteint l'échéance des 10 ans.

<sup>12</sup> Les logements PLI étant dénombrés au 1<sup>er</sup> janvier 2020 dans le cadre de l'enquête RPLS, quelques logements pourraient s'y être ajoutés en 2020. L'arrondi vers le haut en tient compte.

### **2.1.2. L'offre des bailleurs personnes physiques issue des réductions d'impôt pour investissement locatif est de l'ordre de 400 000 à 500 000 logements mais seuls 31 000 environ répondent réellement à la demande de logements intermédiaires**

À la différence de l'offre des personnes morales ci-dessus, l'offre des personnes physiques issue de dispositifs de réduction d'impôt pour investissements locatifs soumis à des plafonds de loyers et de ressources (Scellier intermédiaire, Duflot et Pinel dans la période récente) n'est pas par nature une offre durable. Elle se renouvelle chaque année, de nouveaux logements étant mis en location alors que d'autres cessent d'être soumis aux plafonds de loyers et de ressources au terme d'un engagement de location qui est en général de 9 ans.

La connaissance de ce parc intermédiaire détenu par des personnes physiques est imparfaite. En rassemblant les différentes données disponibles<sup>13</sup>, de natures différentes et non totalement cohérentes, la mission estime que ce parc pourrait être en 2021 de l'ordre de 450 000 logements.

**Toutefois cette offre de logements locatifs ne peut être considérée comme répondant intégralement aux besoins des ménages ne pouvant supporter les loyers du marché ni accéder au parc social.**

Ce parc est très largement réparti dans le territoire au-delà des agglomérations les plus tendues (cf. 1.4). De plus, comme l'a mis en évidence la mission IGF/CGEDD de 2019, les loyers pratiqués sont en général au niveau du marché ou très proches de celui-ci. Selon ce même rapport, le loyer plafond est inférieur au loyer de marché dans 57 % des cas. Mais cet écart est souvent très faible. La diversité des conditions de marché au sein des grandes zones nationales soumises à un même plafond de loyer permet en effet aux particuliers investisseurs de choisir les localisations pour lesquelles le plafond réglementaire ne contraint pas le niveau de loyer, d'autant que ces localisations sont souvent les moins chères à l'achat.

La mission s'est donc efforcée d'évaluer la part de l'offre des particuliers en logements locatifs intermédiaires qui peut être considérée comme répondant intégralement au besoin des ménages ne pouvant supporter les loyers de marché. Ont ainsi été retenus les logements pour lesquels le loyer plafond est inférieur d'au moins 10 % au loyer de marché. À partir des données contenues dans le rapport IGF/CGEDD de 2019, la mission estime que 31 000 logements ayant bénéficié d'une réduction d'impôt pour investissement locatif peuvent être considérés comme répondant pleinement aux besoins des ménages ne pouvant supporter les loyers du marché ni accéder au parc social, avec 2 000 logements en zone Abis, 22 000 en zone A et 7 000 en zone B1.

### **2.1.3. L'offre totale « utile » de logements locatifs intermédiaires est estimée à 140 000 logements environ**

L'offre totale de logements locatifs intermédiaires qui doit être déduite de la demande totale des ménages comprend 31 000 logements appartenant à des particuliers (cf. 2.1.2) et 109 000 logements des bailleurs sociaux et autres institutionnels (cf. 2.1.12.1.1 ci-dessus), soit un total de 140 000 logements utiles. Ces derniers sont situés à 52 % en zone A.

---

<sup>13</sup> Rapport CGEDD/IGF Evaluation de dispositif d'aide à l'investissement locatif Pinel (Novembre 2019) pour une estimation à partir des données fiscales par année d'investissement jusqu'en 2017, décompte des mises en locations nouvelles en 2017 et 2018 par le SDES à partir de données fiscales et décompte des logements commercialisés par année par la fédération des promoteurs immobiliers.

## **2.2. Entre 320 000 et 560 000 ménages au niveau national seraient en attente d'un logement locatif intermédiaire**

La demande des ménages ne pouvant se loger dans de bonnes conditions ni dans le parc social ni dans le parc privé à loyer libre est complexe à évaluer, une approche réglementaire consistant à dénombrer les ménages dont les ressources sont comprises entre les plafonds PLS et les plafonds du logement intermédiaire n'étant pas suffisante. D'une part, de nombreux ménages ayant réglementairement accès au PLS ne s'en verront pas proposer (cf. 1.1). D'autre part, le niveau de revenu pour lequel l'offre intermédiaire est pertinente dépend des loyers de marchés, très variables selon les territoires.

Une véritable étude de marché tenant compte également du type de ménages plus susceptibles de répondre à cette offre (personnes seules, couples sans enfants, familles) et de l'alternative à la location que peut offrir l'accession à la propriété doit donc être conduite.

Une telle étude de marché n'existe pas au niveau national, à l'exception d'une démarche initiée en 2019 en Île-de-France.

### **2.2.1. Le cœur de cible du logement locatif intermédiaire pour l'Île-de-France est estimé à 281 000 ménages dont 162 000 pour lesquels l'accession à la propriété n'offre pas d'alternative**

#### **2.2.1.1. Les tranches de revenu qui définissent le cœur de cible sont nettement inférieures aux plafonds du logement intermédiaire, voire du PLS**

À partir des données communiquées par CDC Habitat et IN'LI, le profil type des locataires de logements intermédiaires a été précisé. Il s'agit essentiellement de ménages de petite taille : les personnes seules, les couples sans enfant ou avec un seul enfant représentent 80 % du total. Leur taux d'effort est de 26,7 % en moyenne. Dans 72 % des cas, il est compris entre 22 % et 33 %.

Sur cette base, l'étude détermine, pour chaque type de ménage et chaque zone de tension, l'intervalle de revenu pour lequel l'accès à un logement locatif intermédiaire est une réponse pertinente au besoin de logement, soit, selon les hypothèses retenues, entre un revenu minimal correspondant à un taux d'effort de 33 % et un revenu maximal correspondant à un taux d'effort de 22 %.

Ainsi, pour un couple avec un enfant en zone A bis, le revenu mensuel minimal (taux d'effort de 33 %) ressort à 3 345 € (1 858 € par unité de consommation) et le revenu maximal (taux d'effort de 22 %) à 5 018 € (2 787 € par unité de consommation). Ces revenus situent le cœur de cible du logement intermédiaire dans cette zone et pour cette taille de ménage entre les 47 % de ménages franciliens au revenu par unité de consommation le plus bas et les 29 % au revenu par unité de consommation le plus haut.

Il convient de noter que ce cœur de cible se situe très largement en dessous des plafonds du PLS et toujours nettement en dessous des plafonds réglementaires du logement intermédiaire (cf. tableau 8).

## Rapport

**Tableau 8 : Bornes de revenus du cœur de cible de la demande en logements intermédiaire en Île-de-France**

Zone	Ménage	Revenu net mensuel		Centile de revenu francilien par unité de consommation		Plafonds de ressources réglementaires pour mémoire (c)	
		Borne basse	Borne haute	Borne basse	Borne haute	PLS	LLI
A bis (a)	Personne seule	2 437 €	3 540 €	63	82	2 890 €	3 562 €
	Couple sans enfant (b)	2 981 €	4 472 €	61	75	4 319 €	5 323 €
	Couple avec un enfant	3 344 €	5 017 €	47	71	5 661 €	6 399 €
A	Personne seule	1 945 €	2 917 €	50	73	2 890 €	3 562 €
	Couple sans enfant (b)	2 379 €	3 569 €	38	62	4 319 €	5 323 €
	Couple avec un enfant	2 669 €	4 003 €	35	58	5 191 €	6 399 €
B1	Personne seule	1 714 €	2 571 €	42	66	2 890 €	2 996 €
	Couple sans enfant (b)	2 097 €	3 145 €	33	54	4 319 €	3 877 €
	Couple avec un enfant	2 362 €	3 528 €	30	50	5 191 €	4 662 €

Source : DRIHL, mission.

*Lecture :* Pour un couple avec un enfant en zone A, le cœur de cible du logement intermédiaire selon l'étude de la DRIHL correspond à un revenu compris entre 2 669 et 4 003 € par mois, soit une population comprise entre les 35 % et les 58 % de ménages franciliens ayant le revenu par unité de population le plus faible. Ce cœur de cible se situe entièrement sous le plafond de ressources PLS qui correspond à 5 191€ nets mensuels.

(a) : Paris et communes limitrophes pour les plafonds de ressources PLS

(b) : hors jeunes ménages dont la somme des âges de dépasse pas 55 ans pour le plafond de ressources PLS

(c) : équivalent net mensuel du revenu imposable annuel en tenant compte d'un abattement de 10 % sur le revenu fiscal

### 2.2.1.2. Le logement locatif intermédiaire répond aux besoins de 160 000 à 280 000 ménages en Île-de-France

Sous les hypothèses présentées ci-dessus, le cœur de cible du logement intermédiaire est évalué par la DRIHL à 281 000 ménages. Cette demande y apparaît très fortement concentrée en cœur d'agglomération : près de 34 % dans Paris intra-muros, 29 % dans le reste de la zone A bis. La zone B1 ne représente que 3 % des besoins régionaux.

Cette répartition est sensiblement différente de celles des logements locatifs intermédiaires produits entre 2014 et 2020. Moins de 8 % des logements agréés l'ont été à Paris. Le niveau élevé des prix conduit ainsi à éloigner les logements du cœur de l'agglomération vers la zone A qui concentre 62 % des logements agréés. On note également que la Seine-Saint-Denis, qui représente moins de 7 % de la demande, réunit 25 % des logements agréés.

Par ailleurs, sur les 281 000 ménages du cœur de cible, 162 000 n'ont pas les ressources nécessaires pour devenir propriétaires sur le territoire où ils vivent actuellement.

## Rapport

Ces 162 000 ménages, pour lesquels le statut de locataire n'est pas un choix sont plus fortement concentrés dans la zone A bis (91 % au lieu de 63 % pour l'ensemble du cœur de cible). Ils constituent la borne basse de la demande potentielle de logements locatifs intermédiaires.

Parmi les 119 000 ménages du cœur de cible qui auraient la possibilité d'accéder à la propriété tous ne s'engageront pas dans un tel projet. Ces ménages demeureront donc demandeurs potentiels d'un logement locatif intermédiaire. Faute de pouvoir en préciser la proportion, il convient de considérer que le cœur de cible de 281 000 ménages constitue une fourchette haute de la demande potentielle totale en logements intermédiaires.

La demande potentielle de logements locatifs intermédiaires en Île-de-France se situe donc en définitive dans une fourchette de 160 000 à 280 000 ménages.

### **2.2.2. Dans l'attente d'autres études locales, la demande potentielle en logements locatifs intermédiaires au niveau national peut être estimée au double de l'Île-de-France, soit de 320 000 à 560 000 logements**

En l'absence d'étude évaluant la demande de logement intermédiaire en dehors de l'Île-de-France, il est possible d'extrapoler à partir de la demande potentielle estimée pour l'Île-de-France en faisant une hypothèse raisonnée sur la proportion de cette région dans le total national.

En effet, parmi la production de logements locatifs intermédiaires de 2014 à 2020, la région capitale représente 50,5 % du total national. Or l'implantation de ces logements par les investisseurs institutionnels repose sur des études de marché locales. On peut donc considérer en première approximation que la répartition de cette production entre les territoires reflète celle de la demande globale des ménages. Une étude de l'ANCOLS<sup>14</sup> sur les demandes de logements sociaux fait également apparaître que 55 % à 57 % des ménages dont la demande de logement pourrait être satisfaite par un logement intermédiaire résident en Île-de-France.

Dans ces conditions, il paraît raisonnable de considérer que la demande potentielle en Île-de-France doit être complétée par une demande équivalente dans les autres régions, soit une demande totale au niveau national de 320 000 à 560 000 ménages.

Cette première estimation devra être affinée par des études locales afin, d'une part, de préciser le besoin au niveau national et, d'autre part, les territoires où l'implantation de ces logements est pertinente bien que la mission estime toutefois en première approche que celle-ci se concentre en très grande majorité en zones A bis et A.

### **2.2.3. Au niveau national, le nombre de logements locatifs intermédiaires nécessaire pour répondre aux besoins des ménages non satisfaits par l'offre existante est évalué entre 180 000 et 420 000 dont 75 % dans les zones A et A bis**

En rapprochant une offre de logements intermédiaires utile évaluée à 140 000 logements (cf. 2.1.3) d'une demande brute estimée entre 320 000 et 560 000 ménages (cf. 2.2.2), la mission estime un besoin net compris entre 180 000 et 420 000 logements intermédiaires à construire. Ce besoin apparaît fortement concentré dans la zone A bis la plus tendue (cf. tableau 9). L'évaluation des besoins nets territoire par territoire devra toutefois être confirmée et précisée par des études locales.

---

<sup>14</sup> Quelle part de la demande de logement social pourrait être couverte par une offre de logement intermédiaire ? ANCOLS. Juin 2020.

## Rapport

Tableau 9 : Besoin net en logements intermédiaires par zone A/B/C

Zones	Demande des ménages estimée [A]		Offre utile estimée [B]	Besoin net de logements intermédiaires [A] - [B]	
	Borne basse	Borne haute		Borne basse	Borne haute
A bis	147 000	176 000	24 000	123 000	152 000
A	104 000	230 000	72 000	32 000	158 000
B1	69 000	154 000	44 000	25 000	110 000
<b>Total</b>	<b>320 000</b>	<b>560 000</b>	<b>140 000</b>	<b>180 000</b>	<b>420 000</b>

Source : Mission.

En cas d'étalement sur 10 ans de la réalisation de ces logements intermédiaires supplémentaires, soit la durée des programmes menés aujourd'hui par les deux acteurs majeurs du secteur que sont CDC Habitat et IN'Li, la production annuelle devra augmenter de 13 000 logements agréés en 2020 jusqu'à un niveau compris entre 18 000 à 42 000 logements par an en moyenne, soit une augmentation comprise entre + 40 % et + 220 %.

### 2.2.4. En termes financiers, un besoin d'investissement en fonds propres estimé entre 20 et 45 milliards d'euros, soit entre 2,0 et 4,5 milliards d'euros par an sur 10 ans

Sur la base du coût de construction moyen par logement constaté par la mission, le montant total des investissements nécessaires pour créer les 180 000 à 420 000 logements correspondant au besoin net estimé par la mission est compris entre 40 et 90 milliards d'euros. Une partie de ce montant pourra être financée par emprunt, seul le solde étant couvert par les investissements en fonds propres des investisseurs institutionnels.

En retenant un taux de financement par emprunt moyen de 50 %<sup>15</sup>, le montant total des fonds propres à mobiliser auprès des investisseurs institutionnels est compris entre 20 et 45 milliards d'euros. Si la production de ces 180 000 à 420 000 logements est étalée sur 10 ans, le besoin annuel serait compris entre 2,0 et 4,5 milliards d'euros.

---

<sup>15</sup> Ratio retenu par la mission car correspondant aux pratiques constatées actuellement par les acteurs majoritaires de ce marché.

### 3. Le besoin en capital est *a priori* finançable par le marché

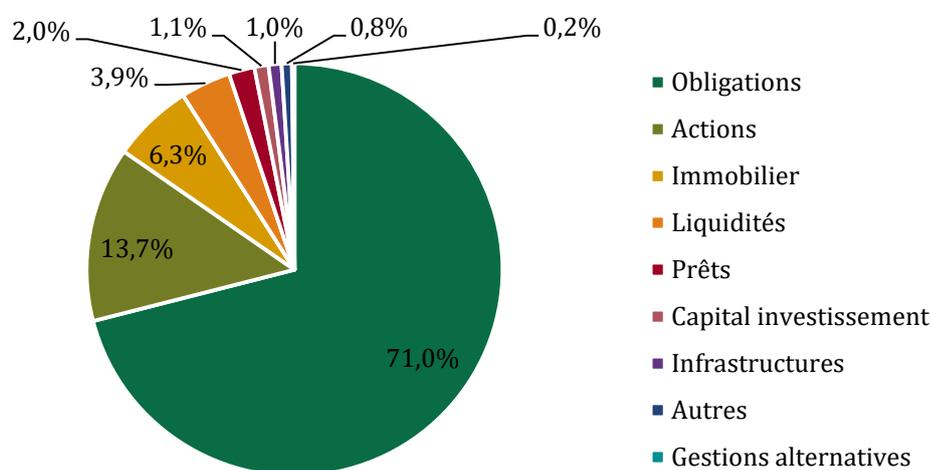
#### 3.1. Le parc résidentiel des investisseurs institutionnels ne représente plus que 1% des logements privés et environ 1 % en valeur des actifs qu'ils détiennent

##### 3.1.1. Les investisseurs institutionnels ont progressivement réduit la part de l'immobilier résidentiel dans leurs portefeuilles aujourd'hui constitués à près de 85 % de valeurs mobilières

En 1984, les investisseurs institutionnels détenaient 18 % du parc immobilier résidentiel privé contre 6 % en 2002<sup>16</sup>. Le début des années 1990 a marqué l'accélération de leur retrait. Entre 1989 et 1992, le parc immobilier des personnes morales a été réduit de 30 %, passant de 941 000 unités à 660 000 unités. Ce mouvement s'est poursuivi au fil des années étant entendu que depuis 2010, le parc immobilier des personnes morales perd chaque année entre 6 000 et 7 000 logements. Avec moins de 200 000 logements, soit moins de 1% des logements privés, le patrimoine détenu par les investisseurs institutionnels apparaît aujourd'hui très faible.<sup>17</sup>

Au 31 décembre 2019, l'immobilier ne représentait que 6,3 % en valeur des actifs détenus par les investisseurs institutionnels là où la part des valeurs mobilières (actions et obligations) s'établissait à près de 85 % (cf. graphique 5). En ce qui concerne le poids des seuls actifs résidentiels, il atteignait seulement 1 % soit environ 22 Md€ du total des actifs détenus par ces personnes morales au 31 décembre 2019<sup>18</sup>.

**Graphique 5 : Répartition du portefeuille des investisseurs institutionnels par classe d'actif au 31 décembre 2019**



*Source* : Enquête 2020 de l'Association française des investisseurs institutionnels (AF2I).

<sup>16</sup>In « Cinquante ans d'évolution des conditions de logement des ménages », p. 473, INSEE, édition 2006.

<sup>17</sup> Les données reprises ici sont issues majoritairement des publications du service de la donnée et des études statistiques (SDES) du ministère de la transition écologique.

<sup>18</sup> Enquête 2020 de l'Association française des investisseurs institutionnels.

## Rapport

L'une des explications à l'origine du désengagement des investisseurs institutionnels pourrait trouver son origine dans le couple rendement/volatilité de l'immobilier. Si ce dernier est assorti d'un pouvoir diversificateur et si son couple rendement/volatilité ressort, à long terme, intermédiaire entre ceux des actions et obligations, le résidentiel présente des coûts et risques spécifiques<sup>19</sup> :

- ◆ le logement est le seul investissement significatif susceptible de créer une situation de concurrence entre les personnes morales et les particuliers. Or ces derniers, compte tenu de leur appréciation différente du rendement et du risque, sont généralement plus enclins à s'acquitter d'un prix d'achat plus élevé. Cette situation explique ainsi qu'un immeuble de logements anciens soit vendu plus cher « à la découpe » qu'« entier »<sup>20</sup> ;
- ◆ le marché de l'immobilier résidentiel est peu profond ce qui, conjugué à des frais de mutation élevés, conduit à une faible liquidité de ce type d'actif ;
- ◆ l'existence d'un cadre juridique applicable aux relations entre locataires et investisseurs perçu comme peu favorable à ces derniers.

Par ailleurs les règles prudentielles défavorisent le placement en logement par rapport aux autres placements immobiliers. En effet en application de la directive *Solvency II*, l'EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*) impose une charge en capital de 25 % correspondant à la constitution d'un capital de précaution représentant 25 % de la valeur de l'actif. Cette obligation est posée sans distinction de la nature de l'actif immobilier, qu'il soit résidentiel ou commercial, dont le risque apparaît nettement différencié *a fortiori* compte tenu du système de fixation de loyers du locatif intermédiaire en comparaison du marché libre.

### 3.1.2. En matière d'actifs immobiliers, la composition du portefeuille des investisseurs institutionnels traduit une préférence pour l'immobilier d'entreprise

La plupart des investisseurs institutionnels rencontrés ont cependant fait état d'un intérêt renouvelé pour les actifs immobiliers. Entre 2016 et 2019, l'immobilier est la seule classe d'actif à avoir connu une progression constante (cf. tableau 10). Sa part dans le portefeuille des investisseurs institutionnels est ainsi passée de 5,4 % à 6,3 % soit une hausse légèrement inférieure à 17 % ce qui correspond à la plus forte appréciation constatée toutes classes d'actif confondues. Selon les estimations réalisées par la mission, cela représente une augmentation des flux dans le domaine de l'immobilier de l'ordre de 36 Md€ de 2016 à 2019.

Tableau 10 : Composition du portefeuille des investisseurs institutionnels par classe d'actif entre 2016 et 2019 (en %)

Classe d'actif	2016 (%)	2017 (%)	Variation 2017 / 2016 (%)	2018 (%)	Variation 2018 / 2017 (%)	2019 (%)	Variation 2019 / 2018 (%)	Variation 2019 / 2016 (%)
Obligations	73,1	72,0	-1,5	72,3	0,4	71,0	-1,8	-2,9
Actions	13,0	13,4	3,1	12,2	-9,0	13,7	12,3	-5,4
Immobilier	5,4	5,7	5,6	6,2	8,8	6,3	1,6	16,7
Liquidités	3,6	3,5	-2,8	4,1	17,1	3,9	-4,9	8,3
Prêts	1,9	2,1	10,5	2,0	-4,8	2,0	0,0	5,3
Capital investissement	1,0	1,0	0,0	1	0,0	1,1	10,0	10
Infrastructures	0,9	0,9	0,0	0,9	0,0	1,0	11,1	11,1

<sup>19</sup> Les éléments mentionnés ici sont détaillés à la faveur de la pièce jointe II.

<sup>20</sup> Les ventes à la découpe sont traditionnellement faites au profit des particuliers alors que les ventes en bloc ont vocation à concerner les investisseurs institutionnels.

## Rapport

Autres	0,7	0,9	28,6	0,9	0,0	0,8	-11,1	14,3
Gestions alternatives	0,4	0,4	0,0	0,4	0,0	0,2	-50,0	-50
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>N.A</b>	<b>100</b>	<b>N.A</b>	<b>100</b>	<b>N.A</b>	<b>N.A</b>

Source : Mission, à partir de l'enquête 2020 de l'Association française des investisseurs institutionnels (AF2I).

Néanmoins, si l'immobilier occupe une part croissante dans le portefeuille des investisseurs institutionnels, les bureaux et commerces ont capté l'essentiel des financements disponibles. Sur les 145 Md€ d'actifs immobiliers détenus par les institutionnels au 31 décembre 2019, le résidentiel n'en représentait qu'environ 22 Md€ soit 15 %. À cette même date, la part de l'immobilier d'entreprise et industriel<sup>21</sup> s'établissait à près de 104,5 Md€ soit environ 72 % du total des actifs immobiliers détenus par les investisseurs institutionnels (cf. tableau 11).

**Tableau 11 : Répartition des investissements immobiliers par type d'actif au 31 décembre 2019**

Type d'actif	Montant (en Md€)	Part dans la classe d'actif (en %)
Bureaux	79,2	54,4
Résidentiel	21,9	15,0
Commercial	20,2	13,9
Autres	12,7	8,8
Entrepôts, plateformes logistiques	5,1	3,5
Hôtellerie	4,6	3,1
Multisectoriel	1,8	1,2
<b>Total</b>	<b>145, 5</b>	<b>100</b>

Source : Enquête 2020 de l'Association française des investisseurs institutionnels (AF2I).

La préférence des investisseurs institutionnels pour l'immobilier d'entreprise tient au meilleur rendement locatif de ces actifs par rapport au résidentiel. À fin 2019, le différentiel s'établissait ainsi à +1,7 point en faveur des bureaux par rapport au résidentiel (4,1% contre 2,4 %). La moindre performance relative du logement est observable pour l'ensemble des actifs immobiliers (cf. tableau 12).

**Tableau 12 : Différentiel de rendement locatif pour l'ensemble des actifs immobiliers en 2019**

	Hôtellerie	Locaux industriels	Commerces	Bureaux	Résidentiel
Rendement (en %)	5,1	5,1	4,2	4,1	2,4
Différentiel de rendement avec le résidentiel	+2,7	+2,7	+1,8	+1,7	N.A

Source : MSCI France annual property income return – By sector – Standing investments.

<sup>21</sup> Entendu ici comme les bureaux, commerces, entrepôts et plateformes logistiques.

### **3.2. À la recherche d'actifs alternatifs, les investisseurs institutionnels manifestent un regain d'intérêt pour l'immobilier résidentiel en général et le logement intermédiaire en particulier**

#### **3.2.1. Dans un environnement économique incertain, l'immobilier résidentiel apparaît comme un actif moins procyclique et compatible avec les exigences liées à l'investissement socialement responsable**

La plupart des acteurs rencontrés par la mission<sup>22</sup> ont cependant fait part de leur volonté d'accroître leur exposition au résidentiel et notamment au logement intermédiaire. Ce changement d'attitude semble avoir été renforcé par la crise sanitaire mais ses origines préexistaient au contexte né de la pandémie de Covid-19.

Il ressort des entretiens menés que quatre grandes raisons permettent d'expliquer de possibles réallocations dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels parmi lesquelles figurent :

- ◆ l'érosion tendancielle du rendement locatif des autres classes d'actif immobilier par rapport à celle du résidentiel ;
- ◆ la volonté de développer des stratégies de diversification ;
- ◆ la recherche d'actifs jugés plus sûrs et moins volatils dans un contexte marqué par la baisse des rendements obligataires ;
- ◆ dans une moindre mesure, la prise en compte de l'investissement socialement responsable (ISR).

En ce qui concerne spécifiquement l'investissement socialement responsable (ISR), les acteurs rencontrés ont établi un lien entre le logement intermédiaire et l'ISR et, plus largement, avec la notion d'investissement durable. Au sens du règlement 2019/2088 du 27 novembre 2019<sup>23</sup>, l'investissement durable « *est un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif environnemental (...) ou un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif social, en particulier un investissement qui contribue à la lutte contre les inégalités ou qui favorise la cohésion sociale, l'intégration sociale (...) pour autant que ces investissements ne causent de préjudice important à aucun de ces objectifs. (...)* ».

Le règlement 2019/2088 précité fait également naître des obligations à la charge des acteurs de marché quant à la publication « *des informations spécifiques concernant leurs approches relatives à l'intégration des risques en matière de durabilité et à la prise en compte des incidences négatives en matière de durabilité* »<sup>24</sup>. Le droit interne, à la faveur des dispositions de la loi n°2019-486 du 22 mai 2019, renforce également la place de l'ISR dans les stratégies de portefeuille des institutionnels. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2020, les assureurs ont ainsi l'obligation de proposer au moins une unité de compte labellisée ISR au sein des contrats d'assurance-vie qu'ils commercialisent<sup>25</sup>.

Il a été mentionné précédemment que le rendement locatif du résidentiel a été tendanciellement plus faible que celui observé pour les autres actifs immobiliers. Les observations récentes invitent toutefois à nuancer ce constat.

---

<sup>22</sup> Cf. pièce jointe IV

<sup>23</sup> Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, article 2, point 17).

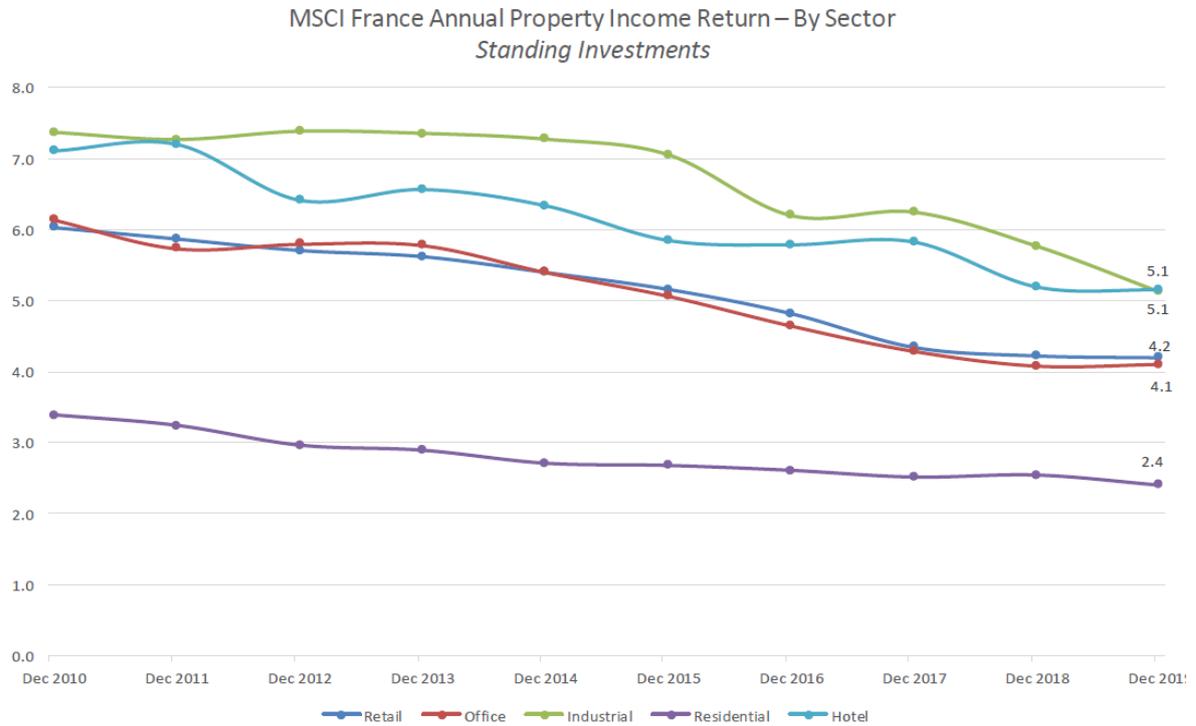
<sup>24</sup> *Ibid.*, point 7.

<sup>25</sup> En application de l'article 72 de la loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises dite loi « Pacte ».

## Rapport

Entre 2010 et 2019, le différentiel de rendement locatif entre les bureaux et le résidentiel a diminué, passant de 2,8 à 1,7 points (cf. figure 5).

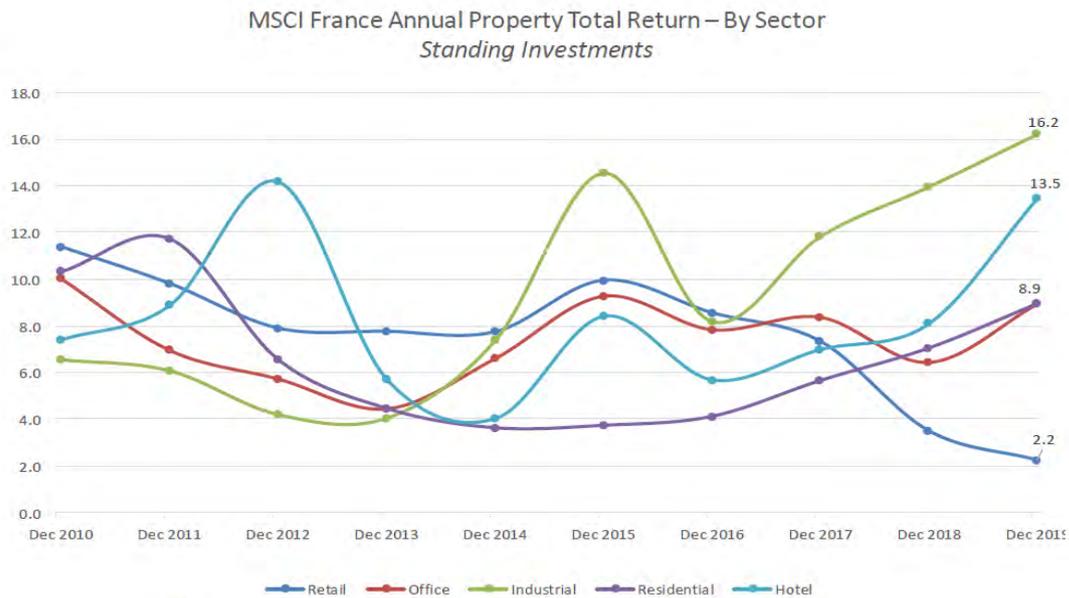
**Figure 5 : Rendement locatif des portefeuilles immobiliers détenus par les investisseurs professionnels entre 2010 et 2019 (en %)**



Source: MSCI France annual property total return – By sector – Standing investments.

En incluant la performance en capital, le rendement total du résidentiel a été voisin de celui des bureaux en 2018 et 2019 (8,9 %) et supérieur à ce qui peut être observé pour le commerce (2,2 % en 2019) (cf. figure 6).

**Figure 6 : Rendement total des portefeuilles immobiliers détenus par les investisseurs professionnels entre 2010 et 2019 (en %)**

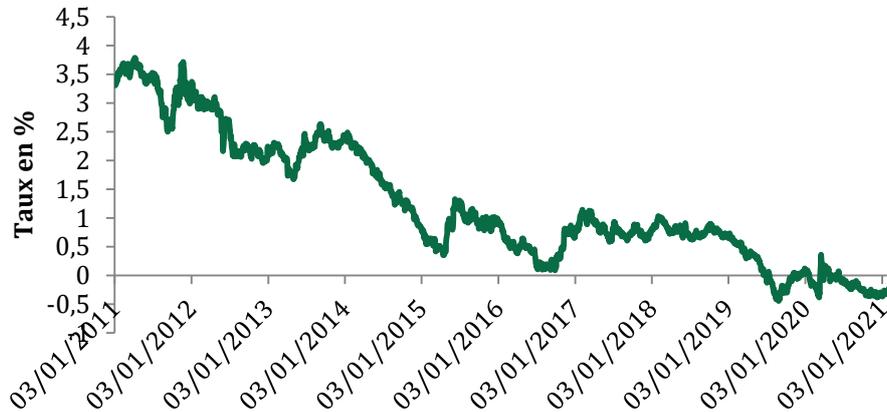


Source: MSCI France annual property total return – By sector – Standing investments.

## Rapport

Il en résulte que depuis la seconde partie des années 2010, **le logement apparaît comme un placement attractif pour les investisseurs institutionnels à la recherche d'un rendement total stable et potentiellement moins pro cyclique que l'immobilier d'entreprise.** Dans un environnement où le rendement d'autres classes d'actifs traditionnellement recherchées pour leur sécurité s'érode (cf. graphique 6), la plupart des investisseurs rencontrés par la mission ont fait état d'un goût croissant pour le logement.

**Graphique 6 : Évolution du taux de l'OAT à dix ans entre janvier 2011 et janvier 2021**



*Source : Mission, à partir des données de la Banque de France.*

### **3.2.2. La majorité des investisseurs institutionnels rencontrés ont fait part de leur volonté d'accroître leur exposition à l'immobilier résidentiel dont le logement intermédiaire constitue une classe d'actif spécifique**

Pour les raisons mentionnées *supra*, la majorité des acteurs rencontrés par la mission a fait état de sa volonté d'accroître la part des investissements en faveur du résidentiel. Au sein de cette classe d'actif, le logement intermédiaire bénéficie du même intérêt de la part des agents économiques auditionnés pour au moins trois raisons :

- ◆ compte tenu des plafonds de ressources applicables (cf. 1.1) et du nombre de ménages potentiellement éligibles d'une part et du niveau des loyers dans les grandes aires urbaines d'autre part, le segment du logement intermédiaire est perçu comme un marché conséquent et situé dans des zones dans lesquelles les valeurs patrimoniales sont plus sûres ;
- ◆ le plafonnement des loyers à un niveau inférieur aux loyers de marché crée un contexte de moindre vacance et réduit les risques d'impayés. Selon les données comptables consultées par la mission, le taux de vacance et d'impayé s'établirait entre 3 et 4% du niveau global des loyers bruts perçus ;
- ◆ au regard des objectifs qu'il poursuit, le logement intermédiaire apparaît compatible avec les exigences relatives à l'investissement socialement responsable (ISR) comme en témoigne par exemple la labellisation du fonds dédié de la Caisse des dépôts et consignations (CDC)<sup>2627</sup>.

<sup>26</sup> En l'espèce, il s'agit du fonds pour le logement intermédiaire (FLI) II lancé à l'initiative de CDC Habitat et de sa filiale Ampère gestion destiné à produire 11 000 logements dont 80 % de logements intermédiaires.

<sup>27</sup> Cf. 3.2.1

**S'il est difficile d'apprécier objectivement tant la capacité que l'inclination des investisseurs institutionnels à renforcer leur présence sur le segment du logement intermédiaire, les acteurs rencontrés tendent à considérer que le marché pourrait financer 50 000 logements intermédiaires par an sous réserve de capacités de production adéquates.** Les 2,0 à 4,5 Md € qu'il conviendrait de mobiliser en fonds propres chaque année ne sembleraient pas constituer un obstacle majeur.

Les levées de fonds récentes dans le champ du logement intermédiaire témoignent à la fois de la profondeur du marché que de l'intérêt des investisseurs. Entre 2014 et 2020, IN'LI et CDC Habitat ont ainsi levé près de 4,3 Md€. Parmi les opérations financières majeures de ces dernières années figurent :

- ◆ la cession en 2018 de 4 000 logements par une filiale de la SNCF à la société Vesta pour 1,4 Md€ ;
- ◆ la création, par la Caisse des dépôts et Ampère gestion, du fonds pour le logement intermédiaire (FLI) soit une levée de fonds de 1 Md€ en 2014 (FLI I) et 1,25 Md€ en 2019 (FLI II) ;
- ◆ la création par IN'LI de Cronos en vue de produire 80 000 logements intermédiaires en dix ans dont AXA a pris le contrôle à hauteur de 75 % pour un montant de 2,2 Md€.

Outre ces opérations d'ampleur, d'autres acteurs ont fait montre d'une volonté de se positionner clairement sur ce marché. Habitat en région, deuxième acteur du logement social en France s'est associé, via sa filiale Erilia, au groupe Caisse d'épargne en vue de créer une foncière dédiée. Dans la région Auvergne Rhône-Alpes, le bailleur social Dynacité a fait un choix identique en s'associant également au groupe Caisse d'épargne dans le but de constituer une filiale. La montée en puissance des investisseurs institutionnels dans le champ du logement intermédiaire suppose néanmoins une certaine réallocation au sein de leurs portefeuilles d'actifs

**Si les investisseurs institutionnels font état d'un intérêt renouvelé pour l'immobilier résidentiel en général et le logement intermédiaire en particulier, la hausse de leur investissement suppose des arbitrages de leur part à l'heure où ce marché représente moins d'1 % en valeur du total de leurs actifs.** Selon l'Association française des investisseurs institutionnels (AF2I), l'immobilier résidentiel qu'ils détiennent représentait environ 22 Md€ sur un encours total de 2 305 Md€ au 31 décembre 2019.<sup>28</sup>

En se fondant sur l'hypothèse d'une stabilité de la part du résidentiel dans le portefeuille des investisseurs institutionnels évaluée à 1 %, la mission a estimé que cette classe d'actif avait bénéficié d'une réallocation de l'ordre de 3 Md€ entre 2016 et 2019 soit 750 M€ par an en moyenne (cf. tableau 13).

Si ce montant paraît conséquent, il doit être mis en regard avec les 2,0 à 4,5 Md€ attendus chaque année pendant une décennie en vue de satisfaire les seuls besoins du logement intermédiaire (cf. 2.2.4). Bien que très importante par rapport à leur actif résidentiel actuel, une telle réallocation apparaît marginale à la lumière de l'actif total détenu par les investisseurs institutionnels.

---

<sup>28</sup> Enquête 2020 de l'Association française des investisseurs institutionnels, p 70.

**Tableau 13 : Part de l'immobilier et de l'immobilier résidentiel les portefeuilles des investisseurs institutionnels entre 2016 et 2019**

<b>Poids de l'immobilier dans le portefeuille des investisseurs institutionnels</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Encours total (en Md€)	2 028	N.C.	2 104	2 305
Dont immobilier (en Md€)	109	N.C.	130	145
<i>(Soit en %)</i>	<i>(5,4%)</i>	<i>(5,7%)</i>	<i>(6,2%)</i>	<i>(6,3%)</i>
Dont immobilier résidentiel (en Md€)	20	N.C.	21 Md€	23 Md€
<i>(Soit en %)</i>	<i>(1,0%)</i>	<i>(N.C.)</i>	<i>(1,0%)</i>	<i>(1,0%)</i>

*Source : Estimations et traitements réalisés par la mission, à partir des données de l'Association française des investisseurs institutionnels (AF2I).*

Les acteurs rencontrés ont également fait état de préférences hétérogènes s'agissant du type d'actif immobilier pouvant bénéficier d'une plus grande exposition des investisseurs institutionnels en faveur du résidentiel. Les résidences étudiantes ou seniors pourraient par exemple constituer des classes d'actif susceptibles de concurrencer le logement et, partant, de tarir les financements disponibles (cf. 5.3.2.1).

En tout état de cause, un intérêt durable et renouvelé des investisseurs institutionnels pour le logement locatif intermédiaire dépendra de l'évolution des taux d'intérêt<sup>29</sup>.

**À titre de conclusion partielle, la mission estime que tant que l'environnement financier actuel caractérisé par des taux d'intérêt très faibles perdurera, la demande en logement intermédiaire manifestée par la majorité des investisseurs rencontrés devrait se maintenir. Il importe donc qu'elle puisse rencontrer une offre suffisante, conformément aux développements qui suivent.**

#### **4. La montée en puissance des investisseurs institutionnels sur le logement intermédiaire dépendra de la capacité à employer le foncier constructible**

##### **4.1. Satisfaire le besoin en logement intermédiaire suppose d'augmenter globalement de 40 % à 220 % le rythme de construction du LLI**

##### **4.1.1. Les efforts de croissance de la production pour atteindre 18 000 à 42 000 logements par an sur 10 ans sont très différents selon qu'il s'agit des secteurs immobiliers en tension classés en zones A et A bis, ou de certaines métropoles régionales classées en B1**

La production de logements intermédiaires a connu une croissance continue ces dernières années, sous l'impulsion des acteurs issus du secteur parapublic, au point d'atteindre plus de 13 300 logements en 2020. Compte-tenu des besoins à satisfaire, estimés entre 180 000 et 420 000 logements, en admettant que l'augmentation de production puisse être lissée dans le temps, il conviendrait d'accroître immédiatement la capacité de production de 40% à 220% pour atteindre la livraison de 18 000 (en estimation basse) à 42 000 unités (en estimation haute) chaque année pendant 10 ans (cf. graphique 7).

<sup>29</sup> Cette analyse est détaillée dans le cadre de la pièce jointe II.

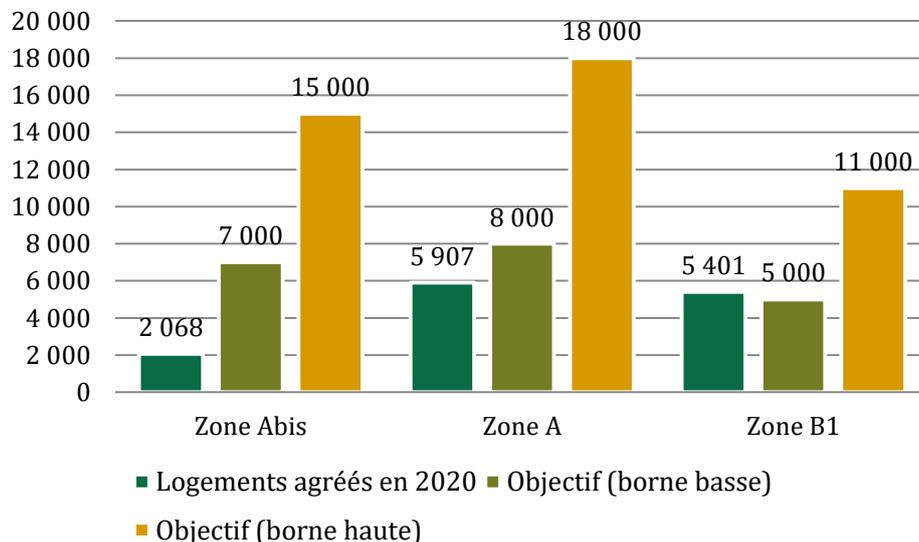
## Rapport

Cette approche théorique n'exclut pas que la production de LLI connaisse une croissance irrégulière, au gré des opportunités foncières de la promotion immobilière. Ceci est notamment avéré lorsque la conjoncture conduit à déstocker par anticipation des blocs d'opérations immobilières dont la commercialisation serait rendue difficile par une crise financière (ce fut le cas en 2008) ou une crise sanitaire (comme en 2020 et 2021).

La répartition géographique des besoins estimés (cf. 2.2.3) clarifie les efforts de croissance à produire :

- ◆ pour l'ensemble des secteurs en zone A : passer de 6 000 logements agréés en 2019 comme en 2020 à une production annuelle de 3 200 à 15 800 logements ;
- ◆ pour l'ensemble des secteurs en zone A bis : passer de 2 200 en 2019 et 2 100 en 2020 à une production annuelle de 12 300 à 15 200 logements ;
- ◆ pour l'ensemble des secteurs en zone B1 : passer de 3 600 en 2019 et 5 400 en 2020 à une production annuelle de 2 500 à 11 000 logements.

**Graphique 7 : Objectifs LLI en borne basse/borne haute par zone au regard des agréments 2020**



*Source : Mission à partir des données DHUP/SDES*

L'effort de construction à réaliser est donc plus important en zone A, où les besoins identifiés sont les plus forts, puisque la production devrait possiblement tripler. Cet objectif de croissance peut toutefois rester atteignable dans la mesure où la zone A couvre une grande étendue géographique. Enfin, en zone A bis, l'effort paraît plus difficile à réaliser dès lors que cela suppose de multiplier la production annuelle par 6 ou 7 (cf. graphique 7). Dans cette zone, les conditions d'équilibre économique des opérations sont au cœur du sujet (cf. 4.2.5).

### **4.1.2. Les capacités opérationnelles de promotion et de construction peuvent dans l'absolu soutenir la croissance attendue**

Compte-tenu des rythmes de construction constatés, de l'ordre de 400 000 logements mis en chantier chaque année de 2006 à 2020 en moyenne sur l'ensemble de la France, les capacités de construction sont également parfaitement présentes.

Leur seule restriction tient à la libre disposition d'emprises foncières constructibles à un prix compatible avec le loyer de sortie, le rendement attendu par les investisseurs et les coûts de production (études, construction, commercialisation, frais financiers, fiscalité).

## Rapport

Pour assurer la viabilité de leurs engagements, les promoteurs ont recours majoritairement aux ventes en bloc et à la pré-commercialisation par les produits d'appel destinés aux particuliers investisseurs, notamment en Pinel. Il en est de même pour une forte proportion de logements locatifs intermédiaires, et cette tendance est en augmentation car de plus en plus d'opérations comprennent des programmes mixtes. La mixité des programmes répond à la fois au besoin de sécurisation de la commercialisation des programmes du côté des promoteurs, et à la volonté des collectivités locales d'équilibrer l'offre.

Pour mémoire, les promoteurs-constructeurs réalisent annuellement environ 50 000 logements en Pinel et entre 40 000 à 50 000 logements locatifs sociaux en vente en l'état futur d'achèvement (VEFA) auprès des bailleurs sociaux.

### 4.2. Cependant, la capacité à mobiliser le foncier disponible se heurte à plusieurs difficultés

#### 4.2.1. Des réticences générales au développement de l'offre résidentielle de nombreuses collectivités risquent d'être accentuées par les attentes en matière de sobriété foncière

De plus en plus de collectivités sont sensibles à prévenir le développement incontrôlé de leurs périmètres urbanisés dans l'objectif d'une recherche de sobriété foncière, dont l'objectif de zéro artificialisation nette (ZAN) des sols est le signal<sup>30</sup>. Dans cette optique, et pour d'autres raisons qui tiennent à la prise en compte de l'environnement humain et bâti, aux impacts en matière d'équipements publics, des restrictions sur les constructibilités autorisées sont fréquemment pratiquées. Les maîtres d'ouvrages et professionnels du secteur rencontrés par la mission ont fait part d'une demande croissante de la part des exécutifs locaux de valider leurs intentions programmatiques et volumétriques dans le cadre de leurs études pré-opérationnelles.

Si le parcellaire constructible n'est pas véritablement menacé dans les cœurs d'agglomération, les secteurs prisés par les promoteurs en extension urbaine en raison de leur faible valorisation foncière vont cependant connaître une limitation. **Ces dispositions nouvelles et durables de limitation du développement périphérique pourraient générer un phénomène de raréfaction et de hausse des prix du foncier constructible si elles ne sont pas compensées par une densification des constructions sur les secteurs déjà urbanisés.** La reconversion de bureaux en logements du fait de l'essor du télétravail au cours de la crise sanitaire est également de nature à contribuer positivement au développement du logement intermédiaire, au moins temporairement.

Pour la production de logement intermédiaire, l'équation financière résultante pourrait alors être rendue plus complexe du fait des loyers contraints (cf. 4.2.5).

---

<sup>30</sup> L'objectif de « réduire l'artificialisation des sols de 50 % d'ici dix ans par rapport aux références des dix dernières années » découle du Plan biodiversité adopté par le gouvernement en 2018. D'ores et déjà les élus locaux sont invités à intégrer la trajectoire du ZAN dans les schémas régionaux d'aménagement, de développement durable et d'égalité des territoires (Sradet) et de la décliner dans les schémas de cohérence territoriale (Scot) et les plans locaux d'urbanisme (PLU), le cas échéant intercommunaux (PLUi).

#### **4.2.2. Les pertes de recettes fiscales liées à l'exonération de TFPB sur le LLI alimentent les réticences des communes**

Les acteurs du logement intermédiaire rencontrés par la mission ont unanimement évoqué l'irritant que représentait pour les exécutifs locaux l'exonération de taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB) de 20 ans prévue à l'article 1384-0 A du code général des impôts (CGI), applicable au locatif intermédiaire réalisé par les investisseurs institutionnels.

Cette exonération favorise, de fait, le développement de programmes soutenus par le dispositif Pinel, qui n'est pas concerné par cette exonération fiscale.

La mission a donc souhaité vérifier cette assertion par l'étude d'une liste de 113 communes réputées peu favorables au logement intermédiaire, établie par un acteur important du marché. Il en ressort une réalité nuancée en fonction de la zone d'appartenance des communes.

Ainsi, en zone A, les communes qui pratiqueraient une opposition au logement intermédiaire institutionnel seraient peu nombreuses. Elles représenteraient 13 % du total des communes de l'Île-de-France de la zone A pour 27 % de la population de cette zone. En revanche, pour cette minorité de communes, l'exonération de la TFPB serait la première raison de leur refus (11 % des communes et 25 % de la population). Le prix de revient au m<sup>2</sup> de l'opération ne serait pas un facteur déterminant (1 % des communes représentant 2 % de la population) (cf. tableaux 2 et 3 de la pièce jointe III).

En zone A bis, la situation est au contraire très tendue puisque 71 % des communes de cette zone apparaissent hors de portée de l'équilibre économique du logement intermédiaire du fait d'un prix de revient au m<sup>2</sup> de l'opération trop élevé pour les plafonds de loyers applicables. À l'inverse, la TFPB ne serait la source que de 11 % des oppositions, ce qui peut trouver à s'expliquer par un examen moins fréquent des faisabilités opérationnelles, déjà écartées par l'économie des projets. On relèvera toutefois la situation des communes du département de la Seine-Saint-Denis (93) classées en zone A bis où ces deux causes de refus se cumulent (cf. tableaux 2 et 3 de la pièce jointe III).

Par conséquent, il semblerait que si l'exonération de TFPB est un axe d'analyse pertinent quant aux difficultés du logement intermédiaire institutionnel en zone A, la situation est plus nuancée pour la zone A bis où le prix de l'opération est le facteur majeur d'explication.

La mission a pu observer qu'il n'existe pas de lien irréfutable entre la situation financière d'une commune et les réserves liées au logement intermédiaire résultant notamment de la perte de recettes consécutive à l'exonération de TFPB. En effet, sur les 50 communes des deux zones concernées, 29 d'entre elles, soit 58 %, ont une situation financière qui peut être considérée comme une situation favorable ou conforme à la moyenne. Seules 21 communes, soit 42 %, paraissent être dans une situation financière défavorable (cf. tableau 4 de la pièce jointe III).

#### **4.2.3. Par ailleurs, lorsque des emprises foncières constructibles sont disponibles, la primauté donnée à la production de logements locatifs sociaux pour satisfaire aux exigences de l'article 55 de la loi SRU contrevient au développement du LLI**

Pour l'heure, en application de la loi n° 2000-1208 du 13 décembre 2000 relative à la solidarité et au renouvellement urbain, dite SRU, les collectivités territoriales ne sont astreintes qu'à l'atteinte de quotas de logements sociaux,

Bien que la question des besoins en logement intermédiaire ne se pose pratiquement pas dans la plupart des territoires non tendus, il reste que l'État n'a pas davantage introduit d'obligations de quotas ou de production de logements locatifs intermédiaires là où les marchés immobiliers sont en tension.

## Rapport

La situation était même rendue critique pour le développement du LLI en Île-de-France de 2014 à 2020 du fait de la mise en place à l'initiative des services de l'État d'échanges obligatoires de correspondances entre les opérateurs et les maires pour obtenir un accord de principe à la réalisation de programmes intermédiaires en LLI, et qui pointait le double inconvénient d'une non prise en compte des logements à loyers intermédiaires dans le quota de la loi SRU, et d'une exonération de TFPB sur ces programmes. Cette pratique ne pouvait que renforcer les réticences des maires envers les opérations des investisseurs institutionnels en locatif intermédiaire.

Ceci n'est cependant plus en vigueur depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2021 (cf. 1.5.1).

Faute d'un pointage et d'obligations, et particulièrement en Île-de-France où se situe la moitié du besoin en logement intermédiaire, le foncier est ainsi particulièrement soumis à compétition pour satisfaire la production de logements sociaux tout en permettant la production de logements libres ou de type Pinel, ce dernier étant dopé par l'attractivité de sa forte pré-commercialisation.

**En conséquence, face à la concurrence des autres segments du marché résidentiel, le LLI n'obtient pas la faveur immédiate des promoteurs.**

**Toutefois, deux facteurs favorables au développement du LLI semblent se dessiner.**

D'une part, la baisse progressive de l'avantage fiscal attaché au dispositif Pinel votée dans la loi de finances pour 2021 pourrait entraîner une décrue progressive des opérations de promotion ouvertes au dispositif Pinel. Elle peut être **l'opportunité d'une croissance de la production orientée vers le LLI**, la seule réserve tenant alors à l'intérêt que de nouveaux acteurs pourraient lui accorder.

D'autre part, **la concentration d'habitat social dans certaines communes, en particulier certaines de la première couronne parisienne, appelle des interventions pour diversifier l'offre résidentielle.** Bien qu'elle y soit déjà représentée, comme en Seine-Saint-Denis, la production de logements intermédiaires y est attendue. Elle suppose de réunir des conditions favorables à son développement. C'est notamment le cas dans les périmètres soutenus par des opérations de rénovation urbaine.

### **4.2.4. La faible prise en compte des besoins en logement locatif intermédiaire dans les documents de programmation de l'habitat et d'urbanisme ne facilite pas la production de l'offre**

La qualification et la déclinaison des besoins en logement fait rarement l'objet de diagnostics territoriaux. Elle repose essentiellement encore sur la quantification des demandes de logements sociaux enregistrées dans le système national prévu à cet effet (SNE). Il s'ensuit que l'appréciation d'une capacité économique des ménages à pouvoir se loger, voire préférer se loger dans des résidences à loyers intermédiaires, est rarement prise en compte.

De fait la visibilité d'une catégorie de logements est grandement liée à sa présence institutionnelle dans les documents d'urbanisme locaux que sont le plan local d'urbanisme (PLU) et le programme local de l'habitat (PLH). Or en la matière le logement intermédiaire souffre de quelques carences.

Ainsi, si la mention des besoins de logements intermédiaires n'a été introduite dans le contenu des PLH qu'à compter de la loi ALUR en 2014, l'absence d'études territoriales sur ce besoin, tant par les services de l'État que par les collectivités elles-mêmes, ne permettent pas d'objectiver les réalités locales et de définir les besoins afférents pour ce segment de marché. Il en résulte une grande méconnaissance du logement intermédiaire parfois même assimilé à une forme de logement social.

## Rapport

Dès lors peu de collectivités territoriales sont investies dans la promotion et la programmation de logements locatifs intermédiaires, dans le cadre notamment de leurs PLH. C'est l'exemple de Toulouse Métropole qui inclut 5% de logements locatifs abordables pour l'offre nouvelle.

Par ailleurs, la montée en charge des commissions d'attribution des logements sociaux et d'examen de l'occupation des logements des bailleurs sociaux (CALEOL) n'a pas encore atteint au niveau intercommunal la maturité nécessaire pour intégrer les opportunités de parcours résidentiels des ménages qui seraient susceptibles d'opter pour un logement intermédiaire tout en libérant des logements sociaux. C'est ce que constatent les services de la DHUP<sup>31</sup> et de l'ANCOLS<sup>32</sup>.

Seules quelques collectivités ont identifié ce besoin particulier et l'ont alors intégré dans le cadre d'orientations programmatiques de certaines chartes destinées aux constructeurs et aménageurs, qui prescrivent des plafonds de prix compatibles avec les revenus des ménages susceptibles de se loger en locatif intermédiaire.

L'initiative de la DRIHL de l'Île-de-France est en ce sens exceptionnelle et très récente puisque datant de 2019 (cf. 2.2.1). Mais cette démarche reste isolée, alors que d'autres grandes régions, notamment Provence-Alpes-Côte d'Azur (PACA) et Auvergne-Rhône-Alpes (AURA), connaissent des situations similaires, bien que plus localisées.

La ville de Paris fait figure d'exception avec l'introduction de conditions particulières visant l'obligation d'affecter 30 % des constructions autorisées à du logement locatif intermédiaire dans la zone non-déficitaire en logement social<sup>33</sup> : « *tout projet de construction neuve, de restructuration lourde ou de changement de destination, entrant dans le champ d'application du permis de construire ou de la déclaration préalable portant sur la création de surfaces d'habitation doit prévoir d'affecter au logement locatif social ou intermédiaire au moins 30 % de la surface de plancher [...] créée, transformée ou objet du changement de destination.* ». En outre, il est précisé pour chaque emplacement réservé figurant dans les documents graphiques un pourcentage minimal de logement intermédiaire, et la part maximale de logement social qui ne doit pas dépasser la moitié de la production de logement intermédiaire exigée.

### **4.2.5. Le prix du foncier dans les secteurs à forte tension immobilière est prohibitif pour équilibrer financièrement les opérations s'il est insuffisamment compensé**

Les équilibres d'opérations à loyers contraints en secteurs très tendus, où le prix du foncier est aussi cher que rare, ne peuvent être atteints sans intervention publique. La pratique de montages d'opérations mixtes est utilisée pour reporter l'absorption de ces coûts sur les éléments de programmes libres, mais c'est au détriment de l'ensemble du secteur.

Ainsi, les agréments LLI ont été délivrés pour presque moitié (45 %) dans des communes où le prix par mètre carré (m<sup>2</sup>) des appartements récents est compris entre 3000 et 4000 €/m<sup>2</sup>. Très peu d'agréments ont été délivrés dans des communes où ce prix est supérieur à 7000 €/m<sup>2</sup> (cf. figure 7). C'est le cas notamment à Paris, où ce prix est égal à 9500 €/m<sup>2</sup> (cf. tableau 14).

---

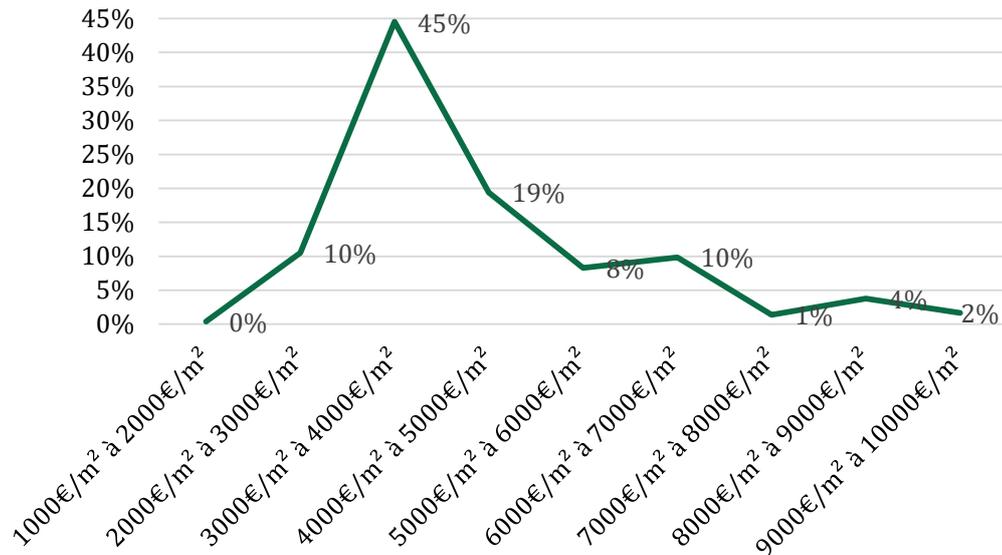
<sup>31</sup> Cf. Présentation DHUP, *État des lieux et prospective*, mars 2021.

<sup>32</sup> Cf. Etudes ANCOLS, *Les attributions de logements sociaux*, bilan entre 2017 et 2019.

<sup>33</sup> Cf. Règlement de la zone urbaine générale -, article UG. 2.2.4 du PLU de la ville de Paris, version approuvée par délibération du Conseil de Paris des 9, 10, 11, 12 et 13 décembre 2019.

## Rapport

**Figure 7 : Proportion d'agrément accordés en Île-de-France, en fonction du prix par m<sup>2</sup> des appartements récents dans la commune**



*Source* : mission d'après DHUP et DV3F. Le prix moyen par m<sup>2</sup> est celui des appartements de 30 à 70 m<sup>2</sup> vendus dans la commune de 2015 à 2017 et construits depuis moins de 5 ans au moment de la vente. Les moyennes sont pondérées par les surfaces vendues. Les arrondissements de Paris sont considérés comme des communes.

*Lecture* : 45 % des agréments LLI ont été délivrés dans des communes où le prix par m<sup>2</sup> des appartements récents, c'est-à-dire construits depuis moins de 5 ans, est compris entre 3 000 et 4 000 €/m<sup>2</sup>.

En zone A bis, par comparaison avec la partie de la zone A située en Île-de-France, le prix moyen des appartements neufs est plus élevé de 68 % (172 % à Paris et 53 % hors Paris) (cf. tableau 14), alors que le loyer plafond du LLI n'est plus élevé que de 35 %.

**Tableau 14 : Prix par m<sup>2</sup> des appartements récents selon la localisation en Île-de-France en moyenne entre 2015 et 2017**

Localisation	Prix au m <sup>2</sup> des appartements récents	Écart par rapport à la zone A
Paris	9 508 €/m <sup>2</sup>	172 %
Zone A bis hors Paris	5 366 €/m <sup>2</sup>	53 %
Ensemble de la zone A bis	5 878 €/m <sup>2</sup>	68 %
Zone A	3 498 €/m <sup>2</sup>	0 %
Zone B1	3 031 €/m <sup>2</sup>	-13 %

*Source* : Mission d'après DV3F. Le prix moyen par m<sup>2</sup> est celui des appartements de 30 à 70 m<sup>2</sup> vendus de 2015 à 2017 et construits depuis moins de 5 ans au moment de la vente. Les moyennes sont pondérées par les surfaces vendues. Ile-de-France uniquement.

Ces écarts mettent en évidence l'obstacle à la production de LLI en zone A bis et tout particulièrement à Paris. **Ainsi, compte tenu d'un plafond de LLI à 17,43 €/m<sup>2</sup>, plusieurs grands opérateurs rencontrés par la mission estiment qu'une opération dont le prix de revient serait supérieur à 5 600 € TTC/m<sup>2</sup> serait difficilement viable économiquement.**

## **5. L'intervention de la puissance publique doit permettre de fluidifier le marché en vue de stimuler l'offre de logement intermédiaire**

### **5.1. Conforter l'intérêt des investisseurs institutionnels en levant les obstacles à la production de logement intermédiaire et en renforçant les incitations à investir**

Hors le cas particulier de la taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB), les acteurs rencontrés par la mission ne font pas réellement état d'un besoin de mesures supplémentaires et attendent de la stabilité.

Dès lors, la mission considère que l'action prioritaire de l'État doit consister en la levée des obstacles à la réalisation du logement intermédiaire par la fluidification du marché.

#### **5.1.1. Faciliter le développement de l'offre dans les communes réticentes en transformant l'exonération de TFPB, supportée par le bloc communal, en crédit d'impôt, supporté par l'État**

L'exonération de TFPB constitue aujourd'hui un irritant pour les communes (cf. 4.2.2), susceptible de ralentir voire de limiter la production de logement intermédiaire par les investisseurs institutionnels, quand bien même elle pourrait ne représenter aujourd'hui qu'environ 37 millions d'euros à ce jour selon la mission pour un stock de 55 295 logements financés par les investisseurs institutionnels depuis 2014, soit en moyenne 665 € par logement<sup>34</sup>.

Dès lors l'étude du transfert de cette charge à l'État semble une piste à valoriser selon trois modalités :

- ◆ la compensation de la taxe foncière aux collectivités qui s'ajouterait alors aux transferts financiers de l'État aux collectivités territoriales votés chaque année ;
- ◆ un passage de la T.V.A. à 5,5 % ;
- ◆ l'instauration d'un crédit d'impôt de même montant.

Parmi elles, seule l'instauration d'un crédit d'impôt semble être une voie à explorer pour la mission :

- ◆ la compensation ne semble pas viable dans un contexte de tensions sur les recettes des collectivités locales et de suppression de la taxe d'habitation. La piste de la compensation pourrait également être de nature à susciter des revendications similaires, par exemple dans le champ du logement social ;
- ◆ si le passage à une T.V.A. à 5,5 % semble légalement possible, sous réserve de sa conformité avec les règles communautaires<sup>35</sup>, cette application semble difficilement justifiable à la seule production de logement intermédiaire institutionnel, alors que la production de logement sociaux PLUS est assujettie à une TVA en général de 10 %.

---

<sup>34</sup> Ce montant se fonde sur les moyennes calculées pour les zones A, A bis et B1. Celles-ci ont été obtenues à partir du montant de TFPB pour des appartements dont la superficie est comprise entre 50 et 60 m<sup>2</sup> dans la mesure où il s'agit du cœur du logement intermédiaire selon les acteurs rencontrés et les documents stratégiques consultés.

<sup>35</sup> L'article 98 de la directive 2006/112/CE du 28 novembre 2006 relative au système commun de taxe sur la valeur ajoutée dispose :

- ◆ les États membres peuvent appliquer soit un, soit deux taux réduits ;
- ◆ les taux réduits s'appliquent uniquement aux livraisons de biens et aux prestations de services des catégories figurant à l'Annexe III.

## Rapport

Du fait de l'exclusion des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) du régime fiscal applicable au logement locatif intermédiaire financé par les investisseurs institutionnels (cf. encadré 1), et **afin de favoriser au maximum la permanence du cadre juridique** existant, ce crédit d'impôt pourrait avoir les caractéristiques suivantes :

- ◆ bénéfice aux seuls organismes éligibles aux dispositifs prévus à l'article 279-0 bis A du CGI<sup>36</sup> ;
- ◆ alignement de l'avantage fiscal sur la durée d'exonération de TFPB aujourd'hui prévue par les textes, soit vingt ans<sup>37</sup> ;
- ◆ début de l'avantage fiscal dès la troisième année si le bien considéré a bénéficié de l'exonération de taxe foncière pour les logements neufs. En ce cas la durée maximale du crédit d'impôt serait de dix-huit ans ;
- ◆ fin du crédit d'impôt dès vente du bien ;
- ◆ taux retenu compris entre 4 % et 5% applicable sur une base correspondant au montant toutes taxes comprises de l'investissement, soit entre 0,3 % et 0,4 % par an pour une durée de détention de vingt ans<sup>38</sup>.

Sur la base de cette hypothèse, **la mission estime le coût d'une telle mesure entre 30 et 35 millions par an**, sur une base de 42 000 logements intermédiaires construits par an, soit **un coût total estimé entre 300 et 350 millions par an en valeur actuelle** au bout de 10 ans **une fois le stock de 420 000 logements** intermédiaires nécessaires, estimé par la mission, réalisé.

Si la mission estime que la transformation de l'exonération de TFPB en crédit d'impôt est une piste pertinente, cette décision doit être prise avec prudence.

D'une part la création d'un crédit d'impôt sur une longue période impose un processus particulièrement lourd et chronophage aux services de la direction générale des finances publiques (DGFIP) qui ne doit pas être mésestimé.

D'autre part, la capacité des acteurs à objectiver les refus de permis de construire au logement intermédiaire sur cette seule base reste malaisée.

C'est pourquoi la mission assortit cette recommandation d'une période d'observation de deux ans avec obligation d'évaluation de l'efficacité de cette mesure (cf. 5.4).

Le recueil des données nécessaires à cette évaluation serait confié à la DGFIP sur la base des demandes de crédits retracées dans les déclarations 2044 des entreprises concernées. Ces données seraient ensuite transmises à la DHUP et au(x) bureau(x) compétent(s) du Trésor pour analyse partagée. Ses résultats seraient rendus publics et communiqués au Parlement dans un rapport dédié qui se prononcerait alors sur la pérennité de ces mesures.

---

Cette annexe III vise notamment en son point 10, la livraison, construction, rénovation et transformation de logements fournis dans le cadre de la politique sociale.

Au vu de ces dispositions, il apparaît que la comptabilité avec le droit communautaire est vérifiée si la France décide d'abaisser le taux de TVA à 5,5 % sur les logements intermédiaires.

<sup>36</sup> Pour les organismes à structure fiscale transparente type SCI, cela supposera une remontée et une ventilation du crédit d'impôt entre les associés.

<sup>37</sup> Aujourd'hui, le bailleur peut vendre des logements intermédiaires à partir de la onzième année, dans limite de 50 % des logements ayant bénéficié de l'agrément, et la totalité de ses logements au bout de la seizième année.

<sup>38</sup> Ce taux est calculé en multipliant la TFPB moyenne constatée par la mission, soit 640 €, par la durée maximale de détention minorée des deux années d'exonération de droit soit 18 ans, rapporté au coût moyen de construction TTC d'un logement par un intermédiaire soit 210 000 € TTC.

**Proposition n° 1 : Transformer l'exonération de vingt ans de la TFPB en crédit d'impôt sur une même période. L'analyse de l'efficacité de ce dispositif sur la construction du logement intermédiaire serait soumise à examen au bout de deux ans, au terme duquel sa prorogation ou son arrêt serait décidé.**

**Encadré 1 : Société civile de placement immobilier (SCPI) et application du régime fiscal applicable au logement locatif intermédiaire financé par les investisseurs institutionnels**

Les sociétés civiles de placement immobilier sont des structures de placement collectif française dont l'objet est l'acquisition directe ou indirecte, y compris en l'état futur d'achèvement (VEFA) ainsi que la gestion de bien immobilier en vue de leur location. Les SCPI peuvent également réaliser des travaux de toute nature dans ses immeubles et acquérir des équipements ou installations nécessaires à leur utilisation.

L'actionnariat des SCPI est ouvert tant aux particuliers qu'aux personnes morales, à condition que les statuts de l'entreprise le permettent.

Toutefois en matière d'investissement locatif intermédiaire, le régime fiscal incitatif dont bénéficient les investisseurs institutionnels semble exclure de fait les SCPI de son périmètre.

L'article 1384-0 A du code général des impôts (CGI) précise ainsi que « *Les logements neufs affectés à l'habitation principale sont exonérés de taxe foncière sur les propriétés bâties pendant une durée de vingt ans à compter de l'année qui suit celle de leur achèvement lorsqu'ils ont bénéficié de l'article 279-0 bis A* ».

Or l'article 279-0 bis A prévoit que relève du taux réduit de 10 % les livraisons de logements dont le destinataire de la livraison ou, en cas de démembrement de la propriété, l'usufruitier est l'une des personnes suivantes :

- ◆ organismes d'habitations à loyer modéré mentionnés à l'article L. 411-2 du code de la construction et de l'habitation, sociétés d'économie mixte mentionnées à l'article L. 481-1 du même code ou sociétés anonymes de coordination entre les organismes d'habitations à loyer modéré mentionnées à l'article L. 423-1-1 dudit code ;
- ◆ organismes soumis au contrôle, au sens du III de l'article L. 430-1 du code de commerce, de la société mentionnée à l'article L. 313-20 du code de la construction et de l'habitation ;
- ◆ personnes morales dont le capital est détenu en totalité par des personnes passibles de l'impôt sur les sociétés ;
- ◆ établissements public administratifs ;
- ◆ caisses de retraite et de prévoyance.

Selon l'article 239 septies du CGI, les SCPI ne sont pas soumises à l'IS. Leur régime fiscal est au contraire réputé *translucide*, plaçant les associés dans des conditions économiques et fiscales analogues à celles d'un propriétaire direct de biens immobiliers exclusivement dédiés à la location. Chaque associé est dès lors imposé comme s'il avait perçu lui-même les revenus encaissés par la SCPI suivant son propre régime fiscal.

De fait les SCPI sont ainsi totalement exclues du bénéfice du dispositif fiscal prévu au logement locatif intermédiaire financé par les investisseurs institutionnels et ce quel que soit leur mode de détention de cet actif, en propriété directe ou via l'acquisition de parts dans une structure de portage dédiée.

À l'inverse, les organismes de placement collectif immobilier (OPCI) et organismes professionnels de placement collectif immobilier (OPPCI) entrent dans le champ de ce dispositif pour leurs investissements indirects dans la mesure où ils sont constitués sous la forme de sociétés (professionnelles ou non) de placement collectif à capital variable (SPPICAV), soumises à l'impôt sur les sociétés mais exonérées de cet impôt. Les SPPICAV dont les associés sont tous soumis à l'impôt sur les sociétés (à l'exclusion donc des personnes physiques) peuvent également bénéficier du régime fiscal du logement intermédiaire pour leurs investissements directs.

*Source : Mission.*

### 5.1.2. Donner davantage de visibilité au LLI en le distinguant du logement social et en l'intégrant aux politiques territoriales de l'habitat

L'intensité de production des logements intermédiaires institutionnels souffre de deux limites. En premier lieu, elle n'a pas été suivie d'une campagne claire permettant d'en distinguer la production de celle du logement social (cf. 4.2.4). En second lieu, l'investissement des investisseurs institutionnels sur ce segment de marché n'a pas été affiché comme un objectif fort par les pouvoirs publics.

Or la visibilité du segment de marché du logement intermédiaire institutionnel est un facteur essentiel de succès **notamment auprès des fonds d'investissement étrangers**.

Pour remédier au retard constaté dans la production d'une offre suffisante dans les territoires en tension immobilière et pallier la réduction probable des réalisations supportées par le dispositif Pinel, la mission recommande de dynamiser la production d'une offre pérenne portée par des investisseurs institutionnels par une promotion adaptée de ce segment de marché selon deux axes.

**D'une part l'État** doit étendre l'initiative de la DRIHL (cf. 2.2.1) aux autres régions françaises afin d'évaluer le besoin national cumulé de logements intermédiaires. Cet effort consiste à :

- formaliser les enjeux d'une offre locative intermédiaire, en participant à l'identification des besoins, en particulier des actifs qui ne sont pas prioritaires dans le cadre du logement social et connaissent des taux d'effort importants, et en promouvant la relance de certains parcours résidentiels en sortie de logement social ;
- participer, aux côtés des collectivités territoriales, à la détermination des secteurs stratégiques où cette offre est pertinente, au regard des écarts de prix entre les loyers du parc social et les loyers de marché, ou encore dans les secteurs où la densité de logements locatifs sociaux est supérieure à 35 % ou 40 % ;
- proposer que l'observatoire régional de l'habitat et de l'hébergement piloté par la DRIHL en Île-de-France, s'intéresse à l'opportunité d'une réévaluation des plafonds de loyers applicables en zone A bis, ou sur une partie de cette zone, dont le niveau est un frein à la construction de LLI, mais qui pourrait conduire à un relèvement des plafonds de ressources des ménages susceptibles d'occuper ces logements ;
- prescrire par les *Porter à Connaissance*<sup>39</sup> établis dans le cadre de l'élaboration des documents de programmation (PLH et PLHi) et des documents d'urbanisme (PLU et PLUi) des communes et des groupements de communes compétents, les objectifs de production de logements locatifs intermédiaires à prendre en compte ;

**D'autre part les collectivités territoriales**, au premier rang desquelles les communes et leurs groupements, doivent reconsidérer l'intérêt d'une offre stable de logements locatifs intermédiaires et **en intégrer obligatoirement les besoins dans leurs stratégies de développement et leurs documents d'urbanisme**, à l'image de la ville de Paris.

**Sur un plan législatif**, la mission recommande également de supprimer l'obligation de 25 % de logements sociaux applicable aux réalisations de LLI dans les communes où le quota SRU est dépassé (en particulier lorsqu'elles comportent plus de 35 % de logements sociaux). Sans affaiblir les objectifs nationaux et sociaux de production de logements sociaux, il ne paraît pas nécessaire d'imposer une telle contrainte pour chaque programme comportant des logements intermédiaires alors que la production de logements purement privés en est exemptée.

---

<sup>39</sup> Prévus à l'article L. 302-2 du code de la construction et de l'habitation (CCH)

**Proposition n° 2 : Donner davantage de visibilité au LLI en :**

- ◆ **le distinguant clairement du logement social à travers une analyse fine des besoins au niveau national et en l'intégrant aux politiques territoriales de l'habitat via une spécification obligatoire dans les documents de programmation de l'habitat et d'urbanisme ;**
- ◆ **supprimant l'obligation de 25 % de logements sociaux dans les programmes de logements intermédiaires pour les communes ayant atteint leur quota de logements sociaux en référence à la loi SRU, étant rappelé que cette exemption a déjà été admise pour les opérations en LLI situées dans les communes disposant d'au moins 35% de logements sociaux, afin de contribuer à la diversification de l'offre.**

**5.1.3. Le cadre juridique existant est satisfaisant aux yeux des acteurs et n'appelle pas de réforme en vue d'attirer davantage les capitaux disponibles**

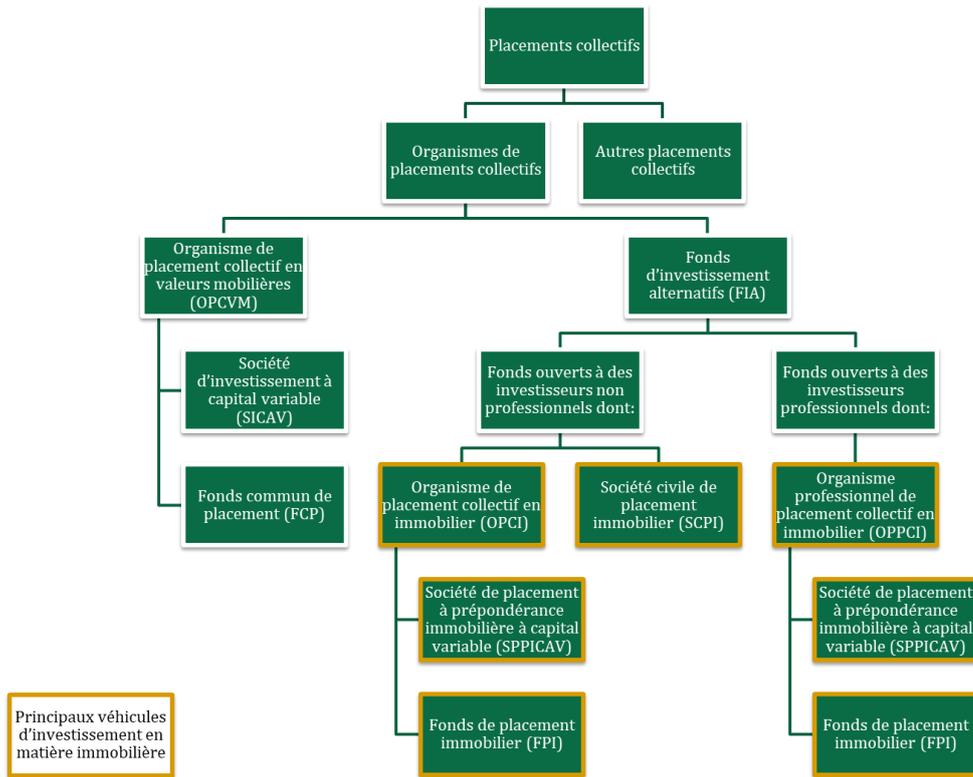
Les véhicules juridiques à disposition des investisseurs institutionnels désireux d'investir dans le logement intermédiaire donnent aujourd'hui satisfaction, la mission n'ayant recueilli au cours de ses auditions aucun grief réel à leur endroit. Si toutes les structures utilisées sont de droit commun, les foncières sont par nature le véhicule le plus courant, tel qu'identifié par la mission, et approprié à leurs investissements.

Ces foncières peuvent être cotées *via* des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC).

Elles peuvent également être non cotées via principalement des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI), des organismes de placement collectif immobilier (OPCI) et des organismes professionnels de placement collectif immobilier (OPPCI) (cf. figure 8). Toutefois, du fait des caractéristiques fiscales des SCPI les excluant de fait du régime fiscal dédié au logement intermédiaire pour les investisseurs institutionnels (cf. encadré 1), les véhicules pertinents sont principalement les OPCI et OPPCI.

## Rapport

Figure 8 : Présentation simplifiée des principaux organismes de placements collectifs non cotés



Source : Mission.

Cet état de fait ne constitue pas un handicap. Au contraire, les obligations de composition de l'actif propres aux OPCV/OPPCI sont de nature à favoriser la liquidité de leur portefeuille, l'actif des sociétés de placement à prépondérance immobilière (SPPICAV) et des fonds de placement immobilier (FPI) devant se composer d'au moins 5 % d'actifs liquides et 35 % maximum d'actifs autres qu'immobilier, et donc potentiellement plus liquides que cette dernière classe.

De même, les obligations de distribution des SPPICAV et FPI sont élevées, favorisant la rentabilité de ces fonds, 85 % au moins des du résultat devant être distribués (cf. tableau 15)

## Rapport

**Tableau 15 : Composition de l'actif et obligation de distribution des SPPICAV et FPI**

Obligations	SPPICAV	FPI
Composition de l'actif	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 60 % minimum d'actifs immobiliers, dont 51 % minimum d'actifs immobilier non cotés ;</li> <li>◆ 5 % minimum d'actifs liquides ;</li> <li>◆ 35 % maximum d'actifs divers.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 60 % minimum d'actifs immobiliers, dont 51 % minimum d'actifs immobilier non cotés ;</li> <li>◆ 5 % minimum d'actifs liquides ;</li> <li>◆ 35 % maximum d'actifs divers.</li> </ul>
Obligation de distribution	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 85 % minimum du résultat distribuable afférent aux produits réalisés par la société, provenant pour l'essentiel des loyers et des revenus de placements financiers ;</li> <li>◆ 50 % au moins des plus-values de cession d'actifs réalisées au cours de l'exercice ;</li> <li>◆ 100 % des dividendes provenant de sociétés non cotées, soumises au régime des sociétés d'investissement immobilier cotée (SII).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 85 % minimum du résultat distribuable afférent aux produits réalisés par la société, provenant pour l'essentiel des loyers et des revenus de placements financiers ;</li> <li>◆ 85 % au moins des plus-values de cession d'actifs réalisées au cours de l'exercice ;</li> <li>◆ 85 % des autres revenus.</li> </ul>

*Source : direction de la législation fiscale (DLF), mission.*

En conséquence, le surcroît de liberté dans la gestion d'actifs que les pouvoirs publics pourraient chercher à donner aux investisseurs institutionnels pourrait passer par :

- ◆ un renforcement de la liquidité des biens acquis en raccourcissant les périodes de détentions minimales avant la vente. La mission n'est cependant favorable à ce mouvement qui semble contraire à l'objectif de constituer un parc plus important de logements intermédiaires ;
- ◆ un assouplissement de droit régissant les relations entre les locataires et les bailleurs, perçu comme trop protecteur par les investisseurs. Pour la mission, cette réforme ne semble pas un préalable indispensable et n'est pas à l'ordre du jour, la stabilité de la réglementation étant plus importante aux yeux des acteurs rencontrés que la réglementation elle-même, qui pourvu qu'elle soit prévisible peut être intégrée aux anticipations des acteurs.

### 5.2. Ouvrir le logement intermédiaire à l'ancien par l'extension des avantages fiscaux dont bénéficie la construction neuve de logement intermédiaire à la rénovation

Les besoins en logement intermédiaire ne sauraient se limiter à la production de logements neufs.

## Rapport

En France, selon le recensement de la population, en 2017 2,9 millions de logements étaient vacants, soit 8,2 % du parc de logements<sup>40</sup>. Après avoir baissé entre 1984 et 2006 de 7,7 % à 6,3 %, la part de logements vacants est en forte augmentation depuis 2006 pour atteindre + 1,9 point en 2017 soit + 900 000 logements<sup>41</sup>. Cette augmentation peut être observée non seulement dans les zones C et B2 mais également dans les zones B1 et A, et même en zone A bis depuis 2011.

Il convient de distinguer les vacances de longue et de courte durée. La première cause de vacance de longue durée est l'obsolescence des biens et le besoin important de travaux, observés dans 52% des cas. S'y ajoute en particulier en secteur détendu la concurrence avec une offre neuve ou rénovée de plus en plus importante<sup>42</sup>.

La vacance de longue durée est certes concentrée dans des zones où le niveau des loyers ne justifie pas la production de logements intermédiaires stricto sensu : 74 % des logements durablement vacants du parc privé sont situés dans les zones détendues B2 et C, qui ne représentent que 54% du parc de logements total et 58% des logements vacants.

Dans les zones A bis A et B1, la vacance de longue durée est faible (cf. tableau 16) et a par ailleurs peu augmenté ou diminué dans la période récente. La croissance de la vacance totale provient de la hausse de la vacance de courte durée, dont la cause reste inconnue.

Néanmoins, il demeure dans ces zones des logements durablement vacants.

**Tableau 16 : Taux de vacance d'au moins deux ans dans le parc privé en 2019**

Zone	En %
France entière	3,5 %
A bis	1,5 %
A	1,7 %
B1	2,6 %
B2	3,3 %
C	5,3 %

*Source : direction de l'habitat, de l'urbanisme et des paysages (DHUP), traitement LOVAC 2019 et RPLS 2019, mission.*

Ce segment de marché n'est pas ouvert au LLI sous sa forme actuelle, limité au neuf et à la transformation de locaux non affectés à l'habitation en logements.

Il est peu recherché par les investisseurs institutionnels, car la construction neuve présente de nombreux avantages opérationnels :

- ◆ simplicité de la construction neuve, par opposition à la gestion d'une opération dans l'ancien, en particulier dans le cas de rénovation lourde, puisqu'il n'est pas nécessaire de gérer le départ progressif des occupants ;

<sup>40</sup> En 2019, selon le Compte du logement, 3,1 millions de logements, soit 8,4 % du parc, étaient vacants. La croissance de la vacance se poursuit donc.

<sup>41</sup> Source : direction de l'habitat, de l'urbanisme et des paysages (DHUP) et institut national de la statistique et des études économiques (INSEE). Un logement vacant est un logement inoccupé se trouvant dans l'un des cas suivants :

- ◆ proposé à la vente, à la location ;
- ◆ déjà attribué à un acheteur ou un locataire et en attente d'occupation ;
- ◆ en attente de règlement de succession ;
- ◆ conservé par un employeur pour un usage futur au profit d'un de ses employés ;
- ◆ gardé vacant et sans affectation précise par le propriétaire (exemple un logement très vétuste...).

<sup>42</sup> Rapport public de l'inspection générale des finances (IGF) et du conseil général de l'environnement et du développement durable (CGEDD), 2016, *Évaluation de politique publique-Mobilisation des logements et des bureaux vacants*.

## Rapport

- ◆ pas de travaux de grosses réparation avant environ 10 ans, voire 20 ans, soit la période minimale de détention du logement intermédiaire, ce qui améliore la rentabilité locative de l'investissement. Toutefois, la disparition progressive de la surcote du logement neuf par rapport au logement ancien réduit le rendement en capital du premier par rapport au second, bien que cela soit moins perceptible au moment de l'investissement ;
- ◆ image d'un investissement responsable rehaussé, dans la mesure où le neuf répond aux dernières normes en vigueur, notamment du point de vue énergétique.

Par comparaison avec le neuf, dans l'ancien rénové le coût total des opérations ne permet pas, bien souvent, d'acheter les immeubles à un prix compatible avec les prétentions des vendeurs et pour un loyer de sortie compatible avec le niveau de marché.

Pour couvrir ce segment de marché, la mission propose d'ouvrir le LLI à l'ancien rénové.

**Proposition n° 3 : Reprendre la rédaction de l'article 1384-0 A du code général des impôts (CGI) pour élargir les avantages fiscaux dont bénéficient les investisseurs institutionnels dans le cas de la construction de logements intermédiaire neufs à la rénovation de logements soumis aux mêmes conditions de mise sur le marché.**

Une telle mesure s'intégrera de plus pleinement à la réalisation des objectifs nationaux en la matière, le *plan de rénovation énergétique des bâtiments* prévoyant d'atteindre la neutralité carbone d'ici à 2050.

Elle participera également pleinement aux orientations de la loi *Climat et Résilience* actuellement en discussion à l'Assemblée nationale et dont le volet « se loger » prévoit des mesures structurantes pour la rénovation des bâtiments comme l'interdiction de location des passoires thermiques (étiquettes F et G). Dès lors, il n'est pas à exclure que les propriétaires de tels biens seront davantage enclins soit à réaliser eux-mêmes les travaux de rénovation thermique en bénéficiant des aides associées, voire s'ils sont éligibles du dispositif Denormandie (cf. encadré 2), soit à vendre à un prix décoté leurs biens à des investisseurs pour rénovation. À ce titre, la prise en compte de la rénovation dans le cadre du fonds est donc pleinement porteuse de sens.

Cette ouverture à l'ancien participera d'une démarche d'investissement socialement responsable pour le LLI.

### **5.3. Favoriser l'allocation des ressources vers le logement intermédiaire par l'entrée de nouveaux acteurs institutionnels et la mobilisation de l'épargne des ménages en s'appuyant sur le cadre applicable aux fonds d'investissement alternatifs (FIA)**

#### **5.3.1. Le modèle économique du logement intermédiaire est largement financiarisé**

La financiarisation de la construction du logement intermédiaire est avérée depuis sa création. Ainsi dès 2014 la constitution de fonds dédiés par *Ampère gestion* filiale de CDC Habitat (cf.3.2.2) ont permis de faire appel aux investisseurs.

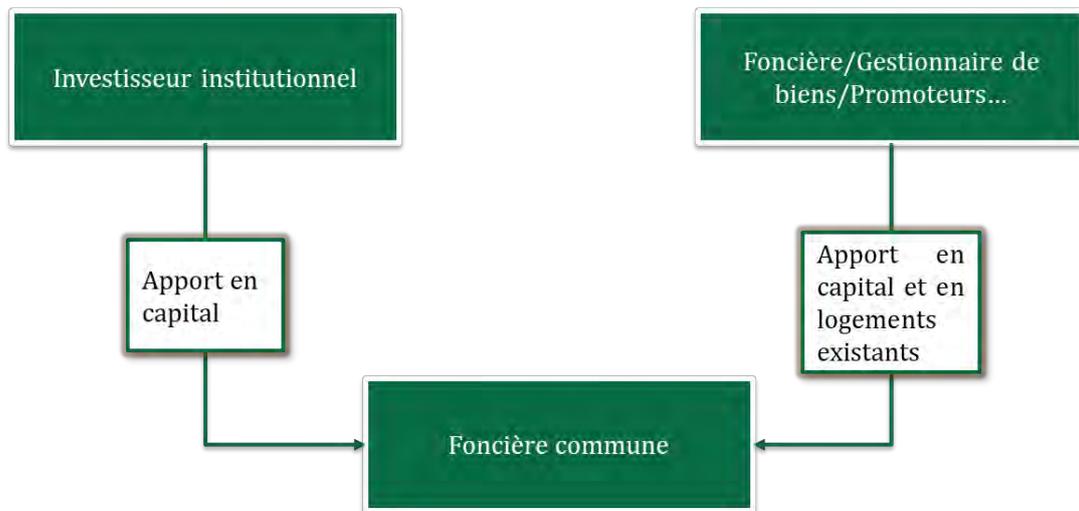
Toutefois plus récemment plusieurs opérations démontrent l'importance de ce mode de financement dans la réalisation d'opération d'ampleur via la création de foncière commune à un acteur du secteur immobilier existant et un investisseur institutionnel (cf. figure 9). Ce schéma a notamment comme avantage de créer une structure dédiée au logement dotée d'un parc existant et permettant de produire dès sa création de la rentabilité.

## Rapport

Ainsi, afin de financer plusieurs investissements, le groupe SNCF<sup>43</sup> a fait le choix au second semestre 2018 de céder 80 % des parts de la foncière *Vesta* à un consortium d'investisseurs institutionnels regroupant la foncière allemande *Vonovia*, *Swiss Life*, CDC Habitat, le fonds dédié à la retraite additionnelle de la fonction publique (RAFP) et l'IRCANTEC, pour 1,4 Mds d'euros. L'administration des biens détenus par la foncière a été confiée à *ICF Habitat*.

De même, en fin d'année 2020 AXA a noué un partenariat avec INLI pour créer une nouvelle foncière *Cronos*, détenue à 75 % par *AXA Real Assets*, pour un montant compris entre 1,5 milliards et deux milliards d'euros, et à 25 % par INLI pour créer 25 000 logements en Île-de-France loués aux salariés qui cotisent à Action Logement et dont la gestion sera effectuée par INLI.

**Figure 9 : Structure des opérations de financement par création d'une foncière commune**



*Source : Mission.*

Les foncières dédiées deviennent donc des véhicules juridiques prisés et adaptés à un investissement massif des institutionnels qui y dirigent ainsi une partie de l'épargne collectée auprès de leurs clientèles.

En conséquence, l'importance des besoins estimés annuellement en capital (cf. 2.2.4), l'attractivité de ce produit et la financiarisation avancée de son financement plaident pour la mise en œuvre d'une solution dédiée d'allocation d'une partie de l'épargne des français sur ce segment de marché.

### 5.3.2. Alors qu'INLI et CDC Habitat dominent très largement le marché l'arrivée de nouveaux acteurs doit être encouragée

#### 5.3.2.1. Un duopole qui peut éloigner du marché certains investisseurs

**Le duopole d'INLI et de CDC Habitat (cf. 1.5.2 et tableau 17) peut avoir un effet ambivalent auprès des investisseurs institutionnels.**

<sup>43</sup> Le groupe SNCF, deuxième propriétaire foncier de France via *ICF Habitat* possède près de 100 000 logements dont une partie figure au patrimoine de la foncière *Vesta*.

**Tableau 17 : Nombre de logements financés par les investisseurs institutionnels sur la période 2014-2020 par opérateur**

Opérateur	En nombre							Total
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Dont gestion CDC Habitat	80	2 422	4 063	4 888	4 103	4 223	4 847	24 626
En %	17 %	49 %	57 %	59 %	45 %	36 %	36 %	45 %
Dont gestion INLI	27	460	542	603	1 763	3 379	3 880	10 654
En %	6 %	9 %	8 %	7 %	19 %	29 %	29 %	19 %
Dont bailleurs sociaux	200	1 524	1 953	2 425	3 074	4 190	4 431	17 797
En %	43 %	31 %	27 %	29 %	33 %	35 %	33 %	32 %
Dont autres sociétés	153	504	628	415	255	45	218	2 218
En %	33 %	10 %	9 %	5 %	3 %	0 %	2 %	4 %
<b>Tous opérateurs</b>	<b>460</b>	<b>4 910</b>	<b>7 186</b>	<b>8 331</b>	<b>9 195</b>	<b>11 837</b>	<b>13 376</b>	<b>55 295</b>

Source : DHUP, mission.

Il peut convenir à ceux qui privilégient une pure logique *d'asset management*, se contentant d'un rôle de *sleeping partner*, et qui recherchent avant tout des *property managers* compétents, capables d'apporter rapidement un nombre important de logements en dotation du véhicule pour générer rapidement de la rentabilité, de conduire une gestion efficace du parc et d'endosser pour eux le risque d'image.

À l'inverse, elle peut cependant exclure du marché une partie d'entre eux, pour des raisons de montants de tour de table (cf. 3.2.2) ou de risque d'anti-sélection des projets, les promoteurs s'adressant en priorité aux deux acteurs majeurs du secteur.

Le risque existe dès lors que les investisseurs les plus engagés dans la gestion de leurs actifs se tournent vers d'autres produits d'investissement résidentiel, notamment les résidences avec services de type résidence étudiante, résidence médicalisée pour personnes âgées ou établissements de soins de suite et de réadaptation.

S'il est difficile à ce stade de mesurer l'ampleur de ce phénomène à la lumière des seuls échanges entre les acteurs auditionnés et la mission<sup>44</sup>, un faisceau d'indices tend à corroborer ce premier constat. En 2019, le volume d'investissement des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) a atteint le niveau historique de 9,2 Md€<sup>45</sup>. Au-delà de ce montant, les actifs alternatifs (santé, hôtellerie, résidences seniors, écoles, crèches, etc.) ont représenté 18 % des acquisitions contre seulement 1 % pour le logement (cf. tableau 18)<sup>46</sup>.

<sup>44</sup> La mission n'a pu accéder à des données précises sur le sujet aussi ce constat se fonde-t-il uniquement sur des échanges oraux.

<sup>45</sup> « SCPI et OPCI en 2019 : performances en hausse, collecte et investissements record », Association française des sociétés de placement immobilier (ASPIM), 13 février 2020.

<sup>46</sup> Au 31 décembre 2019 ; le résidentiel représentait 6,1 % du total des actifs des SCPI selon l'ASPIM.

## Rapport

Tableau 18 : Acquisitions des SCPI par type d'actif en 2019

Type d'actif	Part dans le total des acquisitions (en %)	Montant dans le total des acquisitions (en M€)
Bureaux	63	5 796
Commerces	12	1 104
Logistique/entrepôts	6	552
Logements	1	92
Actifs alternatifs	18	1 656
<i>Dont santé</i>	6	552
<i>Dont hôtellerie</i>	4	368
<i>Dont résidences séniors</i>	4	368
<i>Dont autres actifs alternatifs (loisirs, écoles, crèches, etc.)</i>	4	368
Total	100	9 200

Source : Mission, à partir du rapport d'activité 2020 de l'Association française des sociétés de placement immobilier.

Le régime fiscal favorable attaché à ces investissements alternatifs pourrait en expliquer pour partie la dynamique. L'article 199 sexvicies du code général des impôts prévoit ainsi une réduction d'impôt sur le revenu en faveur des investissements réalisés dans le secteur de la location meublée non professionnelle (dispositif dit « Censi-Bouvard ou location meublée non professionnelle, LMNP). Pour en bénéficier, le logement doit être situé dans des établissements sociaux ou médico-sociaux accueillant des personnes âgées ou handicapées, des établissements de soins de longue durée pour personnes en perte d'autonomie, des résidences avec services pour personnes âgées, handicapées ou pour étudiants ou encore ans des résidences de tourisme classées. Si le dispositif a évolué au cours du temps<sup>47</sup> et n'a plus vocation qu'à s'appliquer aux résidences avec services pour personnes âgées ou handicapées et pour étudiants jusqu'au 31 décembre 2021, le coût de la dépense fiscale atteignait encore 162 M€ en 2019 et 135 M€ en 2020<sup>48</sup>.

**L'Association des maires de France rencontrée par la mission a également signalé que ce duopole pouvait avoir un ressenti négatif auprès des exécutifs locaux**, ces derniers pouvant se sentir dans une position de négociation restreinte face à des opérateurs de cette taille.

### 5.3.2.2. Les bailleurs sociaux font face à des contraintes juridiques qui fragilisent une hausse de leur investissement sur ce segment

Les organismes de logements sociaux (OLS), qu'il s'agisse d'entreprises sociales de l'habitat (ESH) ou d'offices publics de l'habitat (OPH), sont confrontés à plusieurs difficultés sur le marché du logement intermédiaire institutionnel qui freinent leurs projets de développement via des filiales, selon les schémas de financement présentés au 5.3.1.

**D'une part, au moment de la constitution de la filiale**, les organismes HLM doivent avoir le contrôle et donc la majorité des droits de vote, dans une filiale dédiée au logement intermédiaire. Les organismes ne peuvent prendre des participations minoritaires au capital de sociétés filiales dédiées au logement intermédiaire que sous réserve que cette société soit contrôlée par un autre organisme HLM. En ce sens les OLS sont de fait exclus d'opérations du type Vesta ou Cronos présentées au 5.3.1. Les ESH en particulier ne peuvent bénéficier d'apports significatifs de fonds en capital de leurs propres actionnaires.

<sup>47</sup> Par exemple, la loi n°2016-1917 du 29 décembre 2016 de finances pour 2017 a exclu du champ d'application de ce dispositif les acquisitions de logements dans les résidences de tourisme.

<sup>48</sup> Rapport évaluant l'efficacité des dépenses fiscales en faveur du développement et de l'amélioration de l'offre de logements, annexe au projet de loi de finances pour 2021.

## Rapport

Pour mémoire, l'alternative consistant en l'apport de logements existants à la filiale de logement intermédiaire ne peut être ouverte qu'aux logements sortis du conventionnement, ce qui ne représente généralement qu'une faible part du patrimoine des bailleurs sociaux

**D'autre part, le cadre juridique actuel ne permet pas aux OLS d'être gestionnaires** des logements que produisent ou acquièrent leurs filiales. Cette impossibilité constitue notamment un frein à l'origine de la création de la filiale, lorsque le parc est en devenir et ne permet pas de supporter des charges de personnel spécialisé. En outre, cette impossibilité peut être contre-productive dans la durée, dans la mesure où les programmes réalisés par les OLS sont de plus en plus souvent mixtes et nécessitent alors une gestion commune.

Ces inconvénients pourraient donc utilement être levés afin de faciliter un accroissement de l'activité des bailleurs sociaux sur le marché du logement intermédiaire, sans constituer pour autant une incitation à financiariser le modèle de financement du logement social en France. Dans l'optique d'un apport supplémentaire de capitaux d'investisseurs privés au capital de filiales créées par un OLS, des obligations de reversement minimum de résultats à l'actionnaire OLS, affecté à la construction de logements sociaux et à la rénovation, notamment thermique, de leur patrimoine, pourraient ainsi être envisagées.

**Proposition n° 4 : Lever les freins juridiques à la constitution de filiales dédiées au logement intermédiaire par les organismes de logements sociaux en leur permettant d'en être actionnaire minoritaire et en autorisant les OLS à en être le gestionnaires des logements. Des obligations de reversement minimum de résultats à l'actionnaire historique du logement social pourraient dès lors être envisagées pour servir notamment la production de logements sociaux et la rénovation, en particulier thermique, de leur patrimoine.**

### *5.3.2.3. Les acteurs locaux du marché immobilier sont encore éloignés du logement intermédiaire*

Les professionnels de la gestion immobilière sont encore éloignés des acteurs de la construction du logement intermédiaire. La prédominance d'INLI et de CDC Habitat, couplée à l'absence de solution de financement ouverte au public et commercialisée dans le réseau des établissements bancaires et des sociétés d'assurance, souvent organisés en caisses locales intégrées aux milieux économiques locaux, ont pour résultat l'absence des régies immobilières locales de ce marché.

Il apparaît essentiel à la mission de contribuer à faire venir ces acteurs sur le marché du logement intermédiaire par une identification améliorée de ce segment de marché et une facilitation de la collecte d'une épargne individuelle dédiée, tous les investisseurs institutionnels ne souhaitant pas assumer le rôle de gestionnaires des immeubles construits.

En ce sens la mission estime que les décisions d'investissement des institutionnels seront facilitées d'autant que le marché des gestionnaires d'immeubles opérant sur le segment du logement intermédiaire seront nombreux.

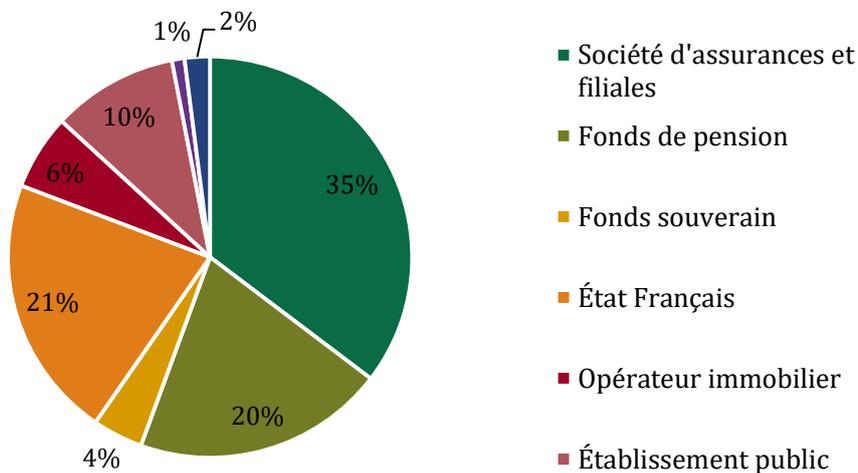
### 5.3.3. Favoriser la collecte d'épargne à travers la création de fonds dédiés encadrés pour inciter de nouveaux acteurs à s'intéresser au marché du logement intermédiaire à la fois sur le neuf et la rénovation

#### 5.3.3.1. Diriger l'épargne individuelle vers le logement intermédiaire

Épargne des particuliers et investissement des institutionnels dans le logement intermédiaire ne doivent pas être opposés. Au contraire elles sont éminemment complémentaires dans la mesure où c'est l'épargne collectée des particuliers placés qui vient alimenter les fonds investis par les institutionnels dans le logement intermédiaire.

Ainsi par exemple la répartition des investisseurs institutionnels d'*Ampère Gestion*, filiale de gestion d'actifs de CDC Habitat, sur des stratégies de logements intermédiaires est composée à 59 % de fonds drainant l'épargne des particuliers, soit 35 % de sociétés d'assurance, 20 % de fonds de pension et 4 % de fonds souverain (cf. graphique 8).

**Graphique 8 : Répartition des investisseurs institutionnels d'*Ampère Gestion* sur des stratégies de logements intermédiaires**

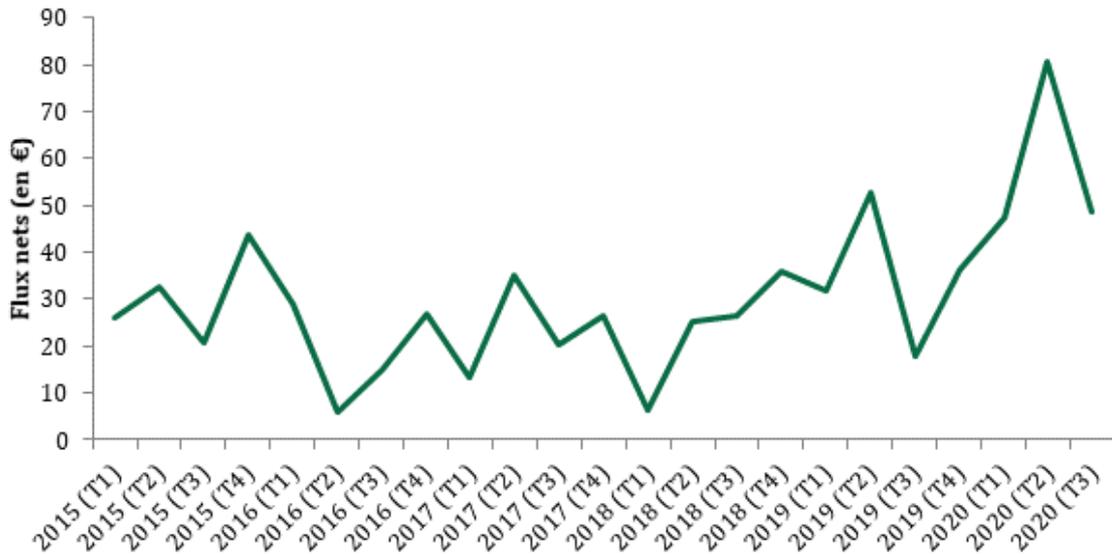


*Source* : Mission, à partir des données recueillies auprès de CDC Habitat et Ampère Gestion.

Ce rôle de collecte de l'épargne est d'autant plus important dans le contexte épidémique actuel où le niveau d'épargne des français est particulièrement fort. Au troisième trimestre 2020, il atteint ainsi 18,8 %<sup>49</sup>. Les flux nets de placements financiers sont ainsi passés de 35,8 milliards d'euros au T4 2018 à 48,4 milliards d'euros au T3 2020 (cf. graphique 9).

<sup>49</sup> Source : Banque de France.

Graphique 9 : Flux nets de placements financiers des ménages par trimestre entre 2015 et 2020 (en Md€)



Source : Mission, à partir des données de la Banque de France.

### 5.3.3.2. La composition mixte entre production neuve et rénovation serait a priori sans conséquence sur la rentabilité du fonds

Le rendement total d'un investissement immobilier est la somme de deux termes :

- ◆ le rendement locatif net, égal au loyer net des charges et frais de gestion supportés par le propriétaire rapporté au prix du logement ;
- ◆ le rendement en capital, égal à la revalorisation du bien, qui n'est réalisé que lors de sa revente éventuelle au bout d'un certain nombre d'années.

Dans l'ancien, selon les sources, qui reflètent des parcs différents, la rentabilité locative nette du résidentiel est de 2% à 3% et le rendement en capital que l'investisseur peut escompter est égal à l'espérance de croissance du prix du logement.

Dans le neuf, le bien ne nécessite en principe pas de travaux de grosses réparations pendant 10 à 20 ans, ce qui augmente le rendement locatif. Toutefois la disparition progressive de la surcote neuf/ancien, au fur et à mesure que le bien vieillit, réduit le rendement en capital. En termes de rendement total, les deux phénomènes se compensent approximativement<sup>50</sup>.

Dès lors, rien n'indique qu'un fonds promouvant à la fois du neuf, moyennant une détention d'au moins dix ans, et de l'ancien rénové soit structurellement moins rentable qu'un fonds consacré uniquement au neuf<sup>51</sup>. Dans les faits, seule la sélection des projets par les investisseurs déterminera toutefois le niveau de rendement anticipé des fonds.

<sup>50</sup> Sous réserve de l'effet inflationniste des aides fiscales à l'investissement locatif, qui réduit d'autant la plus-value à la revente, mais qui devrait être moindre dans le cas du LLI que dans celui du Pinel, la capacité de négociation d'investisseurs institutionnels étant meilleure que celle des particuliers.

<sup>51</sup> Le nivellement des rendements du neuf et de l'ancien s'effectue par la sélection des projets. En particulier, seules les opérations de rénovation dans l'ancien présentant un rendement minimal sont effectuées. Une grande partie des opérations que la collectivité pourrait juger utile, notamment dans les centres villes dégradés, ne fournit pas ce rendement minimal, compte tenu des prix demandés par les vendeurs et des coûts, ce qui explique que ces opérations ne se font pas, sauf si la collectivité les subventionne, par exemple via le dispositif Denormandie.

## Rapport

L'appétence des particuliers pour l'ancien est bien réelle. En 2019 comme en 2020, les particuliers ont acheté environ un million de logements anciens, dont 20 % environ sont des investissements locatifs achetés la plupart du temps sans aide fiscale. Néanmoins, il s'agit de logements achetés à l'unité, et ne nécessitant pas de rénovation lourde la plupart du temps. Pour des opérations portant sur des ensembles de logements, le coût des rénovations lourdes est accru par la gestion du départ des locataires.

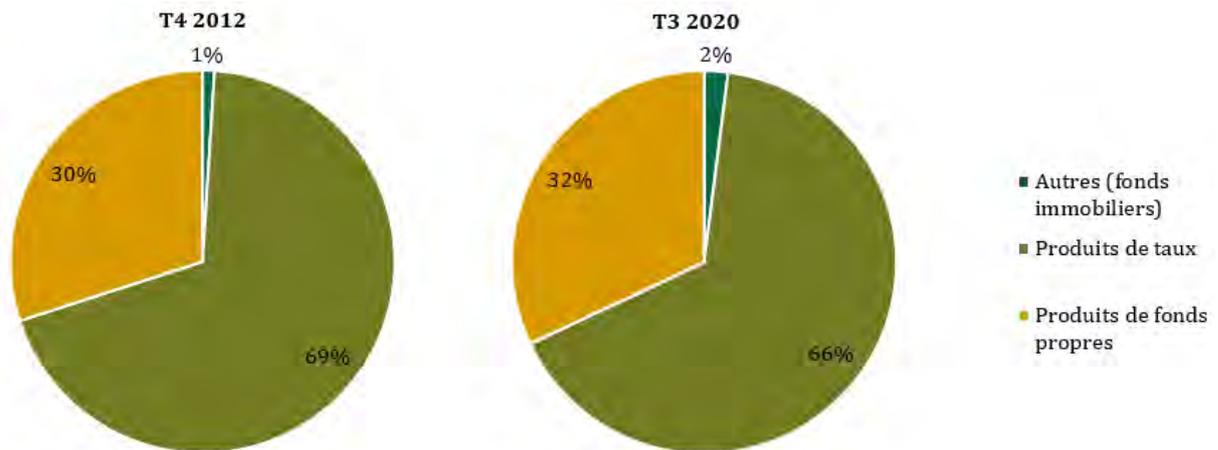
Eu égard aux expériences passées, on peut penser que la part de l'ancien rénové dans l'activité des fonds sera faible, mais la transition énergétique et surtout l'interdiction à la location des passoires thermiques (étiquettes F et G) devrait l'accroître.

### 5.3.4. Un fonds créé à cadre juridique constant et sans avantages fiscaux supplémentaires autres que ceux déjà existants au profit des investisseurs institutionnels

#### 5.3.4.1. L'investissement des particuliers pourrait prendre la forme d'une souscription de parts dans des fonds pierre-papier de type OPCI dédiés au logement intermédiaire

Si le taux d'épargne a considérablement augmenté pendant la crise sanitaire, les habitudes de placement en France restent relativement stables. Ainsi au T3 2020 le patrimoine financier des français s'élevait à 5 394,8 milliards d'euros d'encours dont 3 629,6 milliards d'euros de produits de taux<sup>52</sup>, soit 66 % du total, de 1 765,2 milliards d'euros d'encours de produits de fonds propres<sup>53</sup>, soit 32 % du total et de 104,6 milliards d'euros d'autres dont fonds immobiliers, soit 2 % du total. Cette répartition est comparable à celle constatée au T4 2012 (cf. graphique 10), soit une quasi stabilité des habitudes d'épargne sur la période.

Graphique 10 : Répartition de l'épargne des ménages en France-Comparaison T4 2012 et T3 2020



Source : Fédération bancaire française (FBF), Banque de France, mission.

**La création de nouveaux fonds immobilier dédiés au logement intermédiaire, telle que proposée par la mission, s'inscrit pleinement dans le paysage français de l'épargne.**

<sup>52</sup> Numéraire et dépôts à vue, dépôts bancaires rémunérés, OPC monétaire, assurance-vie en euros, titres de créances.

<sup>53</sup> Actions cotées, actions non cotées, assurance-vie en unités de compte.

### **Cet investissement prendrait alors la forme d'une souscription de parts dans des fonds d'investissement OPCI.**

Toutefois au sein de cette catégorie, constituée de FPI et de SPPICAV (cf. figure 8), seules les SPPICAV pourraient bénéficier de l'avantage fiscal prévu à l'article 279-0 bis A et sous condition d'une détention indirecte des logements via une participation dans une structure dédiée. De par les implications fiscales de leur statut juridique, les FPI, tout comme les SCPI en seraient exclus (cf. encadré 1).

Deux solutions sont dès lors envisageables :

- ◆ l'ajout des fonds dédiés aux logements intermédiaires à la liste des organismes bénéficiant du régime fiscal du logement intermédiaire de l'article 279-0 bis A du CGI pourrait ouvrir le dispositif aux OPCI constitués sous la forme de FPI comme de SPPICAV ;
- ◆ maintien du droit actuel avec pour conséquence le cantonnement de ces fonds aux seules SPPICAV.

**L'actif immobilier des OPCI ainsi créés (cf. tableau 15) devrait se composer exclusivement, ou majoritairement selon un seuil à définir, de logements intermédiaires.** Pour les investisseurs institutionnels et professionnels concernés, la création d'un tel fonds est indépendante des OPPCI<sup>54</sup> dédiés à ce segment de marché qu'ils pourraient être amenés à créer par ailleurs.

Les arguments incitant les particuliers à placer leur épargne dans ces fonds communs de logement intermédiaire reposeraient en premier lieu sur un rendement compétitif grâce à la sélection des investissements par des professionnels et les avantages fiscaux accordés par l'État pour compenser le plafonnement des loyers. À titre secondaire, il pourra être valorisé la contribution à un objectif d'intérêt général.

La création de fonds dédiés présenterait de nombreux avantages :

- ◆ elle mobiliserait des véhicules juridiques existants et reconnus, tant par les professionnels que les particuliers ;
- ◆ elle offrirait un débouché à l'importante épargne actuelle des français, soucieux d'investir dans un actif jugé plus sûr et offrant un couple risque-rendement acceptable ;
- ◆ elle permettrait un ticket d'entrée modeste. Selon l'Autorité des marchés financiers, une part est valorisée en moyenne 200 à 1 000€<sup>55</sup>. En cela ce fonds permettrait à un nombre plus important de Français d'investir quand les investisseurs Pinel se situent au contraire, pour la moitié d'entre eux, dans le dernier décile de revenus<sup>56</sup> ;
- ◆ elle conserverait un canal de financement quasi-direct au profit des acteurs de la filière BTP dans un contexte de baisse progressive du Pinel ;
- ◆ elle afficherait clairement la destination du fonds, participant à renforcer la visibilité du logement intermédiaire en tant que classe d'actif à part entière auprès des investisseurs institutionnels.

---

<sup>54</sup> Les particuliers sont, par nature, juridiquement exclus des OPPCI.

<sup>55</sup> « SCPI : la "pierre papier" : tout comprendre des placements collectifs dans l'immobilier », Autorité des marchés financiers, juin 2019, p. 1.

<sup>56</sup> Rapport public de l'inspection générale des finances (IGF) et du conseil général de l'environnement et du développement durable (CGEDD), 2019, *Évaluation du dispositif d'aide fiscale à l'investissement locatif Pinel*

Dans le même temps elle présente une limite majeure en ce que ce fonds constituerait une importante évolution culturelle du comportement de l'épargnant investissant dans l'immobilier. Avec le Pinel si l'épargnant recherchait avant tout le bénéfice fiscal<sup>57</sup>, il était *in fine* propriétaire de son logement. L'investissement dans un OPCI ne permet pas un tel lien de propriété avec un bien mais consiste au contraire en l'acquisition de parts d'un fonds donnant droit à une rémunération annuelle.

### 5.3.4.2. Un fonds sans avantage fiscal supplémentaire

Devant prendre le relais du dispositif Pinel, à la fiscalité particulièrement attractive pour les investisseurs individuels, la question des éventuels avantages fiscaux accordés à ces fonds doit être posée selon deux scénarios alternatifs.

Dans un premier scénario, la création de ces **fonds ne serait assortie d'aucun avantage fiscal supplémentaire**, autres que ceux dont bénéficient déjà les investisseurs institutionnels dans le cadre du logement intermédiaire dérogatoire du droit commun. Son rendement locatif estimée entre 2 % et 3 % et sa relative liquidité, avec possibilité de revente des parts alignée au maximum sur celle de la détention du bien, soit dix ans, est estimée suffisante pour attirer les investisseurs privés dans le contexte de taux actuel. **Ce premier scénario a les faveurs de la mission.**

Dans un second scénario, à étudier en fonction du succès de ce dispositif, il pourrait être envisagé de créer un avantage fiscal supplémentaire.

La mission a examiné un avantage à la sortie du fonds consistant en un abattement sur la plus-value de cession des titres souscrits et conditionné à ce que les sommes soient réinvesties en totalité dans le logement intermédiaire. En ce sens la revente des parts sur le marché secondaire n'offrirait pas droit à un avantage fiscal. Seul le rachat par l'OPCI lui-même ouvrirait droit à l'avantage fiscal au bénéfice du particulier cédant ses parts.

Cet abattement pourrait être modulé en fonction :

- ◆ de la part de logement intermédiaire détenue par le fonds au sein de l'actif immobilier et conditionné à un montant minimum ;
- ◆ à la part de logement intermédiaire détenu en fonction des zones et de leur tension respective ;
- ◆ à une durée minimale de détention des parts.

Néanmoins, un tel avantage fiscal présenterait plusieurs inconvénients :

- ◆ un avantage fiscal assis sur les plus-values à la revente encouragerait la vente, alors que la poursuite de la détention du logement est préférable ;
- ◆ les aides fiscales de droit commun du LLI suffisent à compenser la décote du loyer par rapport au marché.

**Pour ces raisons, la mission ne privilégie pas une telle voie.**

**Proposition n° 5 : Création de fonds dédiés au logement intermédiaire ouverts à l'épargnant privé, soumis aux dispositions juridiques applicables aux fonds d'investissement alternatifs et sans avantage fiscal dédié.**

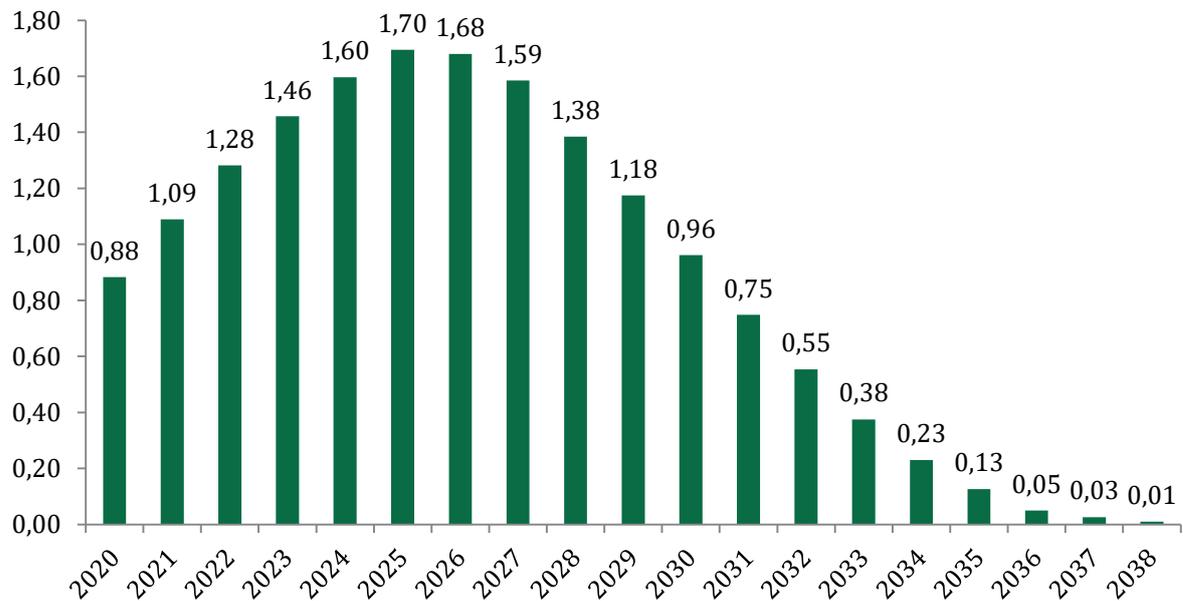
---

<sup>57</sup> *Ibid.*

## Rapport

En tout état de cause, cet avantage fiscal supplémentaire, s'il était décidé, doit être calibré au mieux afin que les dépenses fiscales associées et couplées au crédit d'impôt TFPB entre 300 et 360 M€<sup>58</sup> en rythme de croisière (cf. 5.1.1) ainsi qu'au taux de TVA à 10 % dans le neuf comme dans l'ancien ne dépasse pas le coût générationnel du dispositif Pinel qui représente une dépense fiscale moyenne qui s'établit à 1,7 Md€. Ce montant s'entend comme la dépense fiscale moyenne observée pour chaque millésime d'investissement<sup>59</sup>. Sur le fondement des éléments communiqués par la direction de la législation fiscale (DLF), le coût annuel de ce dispositif a vocation à croître jusqu'en 2025 (1,7 Md€ contre 1,09 Md€ en 2021) avant de se stabiliser pendant trois à quatre ans. Le coût annuel du dispositif reviendrait à son niveau de 2020 (environ 0,9 Md €) à horizon 2030 (cf. graphique 11).

**Graphique 11 : Estimation de la dépense fiscale relative au dispositif Pinel entre 2020 et 2038 (en Md€)**



*Source : Mission, à partir des données communiquées par la direction de la législation fiscale (DLF).*

Il doit également pouvoir s'intégrer à la hiérarchie des priorités nationales de collecte et d'allocation de l'épargne en France où figure en tête l'investissement en fonds propres et quasi-fonds propres (obligations convertibles, prêts participatifs...) dans les entreprises françaises, notamment les petites et moyennes entreprises et les entreprises de taille intermédiaire (PME-ETI). En ce sens les produits de type plan d'épargne en actions (PEA), PEA-PME et plan d'épargne retraite (PER) ainsi que l'actionnariat salarié doivent rester plus attractifs que l'investissement immobilier.

<sup>58</sup> En fonction des hypothèses retenues. À ce stade, sur la base de 420 000 unités nettes d'ici dix ans et sans préjuger d'éventuelles augmentations de la TFPB, un coût de 320 M€ pourrait être privilégié au sein de cette fourchette.

<sup>59</sup> Soit entre 2014 et 2024. Si le dernier millésime d'investissement correspond à l'année 2024, cela ne signifie pas pour autant que la dépense fiscale a vocation à s'éteindre en même temps. En effet, chaque millésime emporte la génération de nouveaux droits au profit des bénéficiaires du dispositif, droits qui s'achèvent à l'issue de la durée d'engagement (6 ans, 9 ans ou 12 ans).

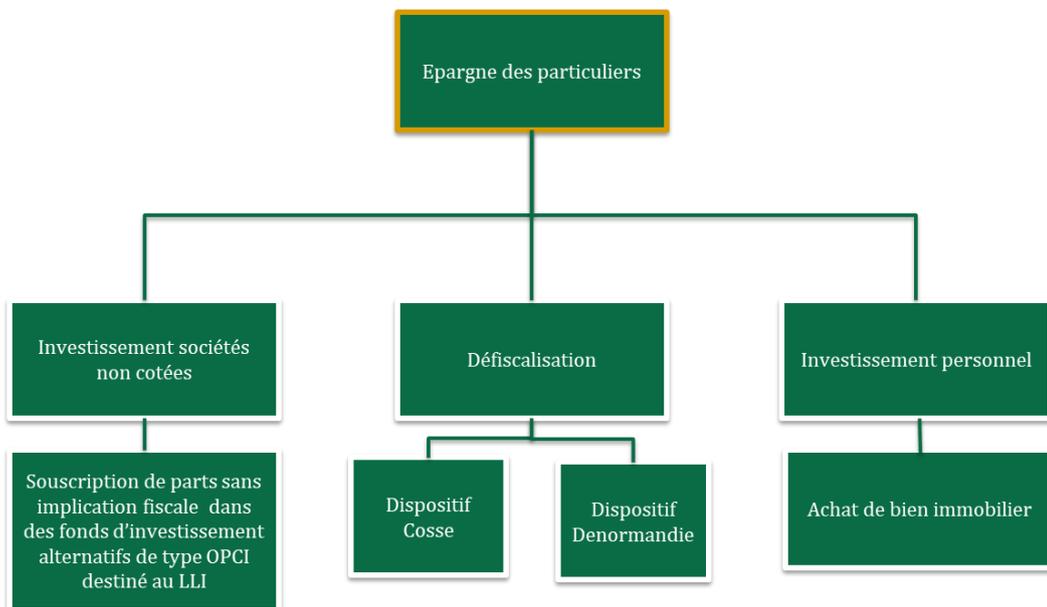
### 5.3.4.3. Un FIA qui compléterait l'offre proposée à l'épargnant privé

La création d'un FIA de type OPCI à destination dans le champ du logement intermédiaire viendrait utilement compléter l'offre à disposition des particuliers. Dans ce contexte, trois types d'investissement se présenteraient à eux dans le champ de l'immobilier (cf. graphique 12) :

- ◆ la souscription de parts dans un OPCI dédié ;
- ◆ le recours à des investissements en vue de bénéficier d'une défiscalisation *via les* dispositifs Cosse et Denormandie (cf. encadré 2) ;
- ◆ l'investissement en direct par l'acquisition d'un bien immobilier sans aide particulière.

Les fonds logement intermédiaire que la mission propose offrirait ainsi une troisième solution celle de l'acquisition de parts au sein de sociétés non cotées assortie d'un rendement annuel acceptable et relativement sûr, sauf retournement du marché immobilier.

**Graphique 12 : Panorama des choix d'investissement offerts aux particuliers**



*Source : Mission.*

À ce stade et compte tenu de la nature de ses travaux, la mission n'est pas en mesure d'évaluer l'intérêt des intermédiaires financiers pour la commercialisation d'un FIA sous la forme d'un OPCI au sein duquel serait logée une part substantielle de logement intermédiaire. En tout état de cause, il résulte des échanges avec une partie des acteurs rencontrés qu'une telle proposition pourrait être étudiée plus avant.

### Encadré 2 : Les dispositifs Cosse et Denormandie

Créé par la loi de finances rectificative 2016, le dispositif *Louer* Abordable dit Cosse, en remplacement des dispositifs dits *Besson Ancien* et *Borloo ancien*, crée une nouvelle déduction des revenus fonciers en cas de conventionnement avec l'Agence nationale de l'habitat (Anah). Dans ce cadre, la déduction fiscale s'évalue en fonction du loyer et de la zone où se situe le bien. Les zones correspondent au zonage A/B/C définies pour la mise en œuvre des dispositifs Duflot et Pinel. Par exemple, dans les zones A bis, A et B1, la déduction s'élève à : 30 % des revenus bruts pour les logements mis en location dans le cadre d'une convention à loyer intermédiaire ; 70 % des revenus bruts, dans le cadre d'une convention à loyer social ou très social ; 85 % des revenus bruts en cas d'intermédiation locative.

Entré en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2019, le dispositif Denormandie a pour objectif la rénovation des logements vétustes des centres villes à travers un programme de défiscalisation avantageux pour les investisseurs *via* un pourcentage de réduction portant sur le montant total de l'investissement (achat et travaux), proportionnel à la durée de location : 12 % pour six ans ; 18 % pour neuf ans et 21 % pour douze ans. Les travaux doivent représenter au moins 25 % du prix du logement acheté et doivent améliorer la performance énergétique du logement d'au moins 30 %. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2020, les travaux éligibles sont alignés sur ceux du PTZ dans l'ancien.

*Source : Mission.*

#### 5.4. Améliorer l'évaluation du dispositif

Au vu de l'importance stratégique du logement intermédiaire dans la politique du logement en France et du soutien public dont bénéficie ce segment de marché, une évaluation fine du dispositif et de ses résultats sont indispensables pour adapter au mieux le cadre en vigueur en fonction des résultats constatés.

##### 5.4.1. Mettre en place un transfert de données de la DGFIP au SDES

Depuis 2020, la DGFIP transfère au SDES des bases de données sur l'imposition des particuliers qui permettent à ce dernier de calculer un ensemble d'agrégats relatifs à ces aides et ainsi de contribuer à leur évaluation.

Il conviendrait qu'un transfert de données analogue relatif à l'imposition des personnes morales soit mis en place, permettant au SDES de calculer des agrégats relatifs au LLI.

##### 5.4.2. Évaluer l'écart entre les loyers de marché et les loyers réellement pratiqués en LLI

La finalité première du LLI étant de créer une offre à loyer inférieur au loyer de marché, il conviendrait d'estimer l'écart entre les loyers LLI effectivement pratiqués et les loyers de marché. Cela suppose une bonne connaissance des loyers de marché locaux. Les observatoires des loyers couvrent la plus grande partie de la zone de pertinence du LLI mais il demeure encore incomplet, des zones entières échappant à leur couverture comme par exemple dans le Genevois.

La possibilité de faire du LLI pourrait ainsi être restreinte aux zones couvertes par les observatoires des loyers, à un terme de quelques années permettant aux acteurs locaux d'en créer là où ils font encore défaut.

##### 5.4.3. Évaluer l'effet du LLI sur la construction d'autres logements et sur l'occupation du parc

La construction de LLI peut avoir un effet d'éviction sur la construction d'autres logements.

## Rapport

Par ailleurs, si elle augmentait d'autant le nombre de logements vacants dans le parc ancien, elle aurait en partie manqué son objectif. Une réflexion devrait alors être menée sur l'arbitrage entre construction neuve et rénovation du parc ancien, et, si la préférence devait être donnée au neuf, sur le traitement de la vacance additionnelle.

Pour apprécier pleinement les effets de la politique qu'ils conduisent, les pouvoirs publics devront donc évaluer l'impact de la construction de LLI sur la construction d'autres logements et sur l'occupation du parc. Cela ne pourra être fait que localement, dans le cadre des procédures existantes.

**Proposition n° 6 : Mettre en place les moyens nécessaires à l'évaluation du dispositif en facilitant le transfert de données entre administrations, la mesure des loyers de marché, et le suivi de l'incidence des LLI sur le parc et son occupation.**

### 5.4.4. Suivre la transition du Pinel au LLI

L'évaluation de ce dispositif est d'autant plus importante que la suppression de l'agrément, malgré l'obligation de déclaration, réduit la capacité de connaissance des administrations centrales. Or l'effet d'entraînement à la hausse des propositions de la mission sur le niveau de construction de logements intermédiaires institutionnels doit pouvoir être mesuré aisément. La substitution de la demande des particuliers, encouragée par le dispositif Pinel, par la demande des investisseurs institutionnels si elle est crédible peut toutefois entraîner un effet de recomposition du marché pour les entreprises de la construction. Alors que le Pinel représente environ 50 000 logements par an, les institutionnels ont réalisé en moyenne 8 000 logements par an depuis 2014.

Si la transformation de la TFPB en crédits d'impôt et l'extension du régime fiscal du LLI à la rénovation couplées à l'interdiction de location des logements étiquetés F et G ainsi qu'à la création de fonds FIA dédiés au logement intermédiaire sont de nature à encourager l'investissement des institutionnels, un délai de transition pourrait être observé entre ces deux dispositifs, nécessitant un accompagnement spécifique du marché de la construction. En ce sens, les 7,5 milliards d'euros du plan de relance mobilisés pour la rénovation énergétique des bâtiments et la relance de la construction durable participeront à ce soutien et pourraient être de nature à faire effet de relais entre la fin progressive du Pinel et la montée en puissance des institutionnels

## Rapport

À Paris, le 6 avril 2021,

Pour l'inspection générale des  
finances

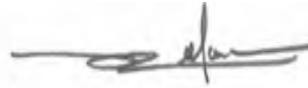
L'inspecteur général des finances,



Alexandre Jevakhoff

Pour le conseil général de l'environnement  
et du développement durable

L'inspectrice générale de l'administration  
du développement durable,



Marianne Leblanc Laugier

L'inspecteur des finances,



Vincent Constanso

L'inspecteur général de l'administration  
du développement durable,



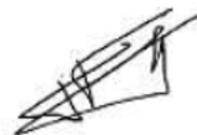
Luc Bégassat

L'inspecteur des finances,



Cédric Dutruel

L'ingénieur général des  
ponts, des eaux et des forêts,



Jacques Friggit

Avec la participation de  
l'assistante de mission,



Léa Texier

## SYNTHÈSE DES PROPOSITIONS

**Proposition n° 1 :** Transformer l'exonération de vingt ans de la TFPB en crédit d'impôt sur une même période. L'analyse de l'efficacité de ce dispositif sur la construction du logement intermédiaire serait soumise à examen au bout de deux ans, au terme duquel sa prorogation ou son arrêt serait décidé.

**Proposition n° 2 :** Donner davantage de visibilité au LLI en le distinguant clairement du logement social à travers une analyse fine des besoins au niveau national et en l'intégrant aux politiques territoriales de l'habitat via une spécification obligatoire dans les documents de programmation de l'habitat et d'urbanisme et en supprimant l'obligation de 25 % de logements sociaux dans les programmes de logements intermédiaires pour les communes ayant atteint leur quota de logements sociaux en référence à la loi SRU, étant rappelé que cette exemption a déjà été admise pour les opérations en LLI situées dans les communes disposant d'au moins 35% de logements sociaux, afin de contribuer à la diversification de l'offre.

**Proposition n° 3 :** Reprendre la rédaction de l'article 1384-0 A du code général des impôts (CGI) pour élargir les avantages fiscaux dont bénéficient les investisseurs institutionnels dans le cas de la construction de logements intermédiaire neufs à la rénovation de logements soumis aux mêmes conditions de mise sur le marché.

**Proposition n° 4 :** Lever les freins juridiques à la constitution de filiales dédiées au logement intermédiaire par les organismes de logements sociaux en leur permettant d'en être actionnaire minoritaire et en autorisant les OLS à en être le gestionnaires des logements. Des obligations de reversement minimum de résultats à l'actionnaire historique du logement social pourraient dès lors être envisagées pour servir notamment la production de logements sociaux et la rénovation, en particulier thermique, de leur patrimoine.

**Proposition n° 5 :** Création de fonds dédiés au logement intermédiaire ouverts à l'épargnant privé, soumis aux dispositions juridiques applicables aux fonds d'investissement alternatifs et sans avantage fiscal dédié.

**Proposition n° 6 :** Mettre en place les moyens nécessaires à l'évaluation du dispositif en facilitant le transfert de données entre administrations, la mesure des loyers de marché, et le suivi de l'incidence des LLI sur le parc et son occupation.



# PIÈCES JOINTES



## **LISTE DES PIÈCES JOINTES**

**PIÈCE JOINTE N° I : LETTRE DE MISSION**

**PIÈCE JOINTE N° II : ANNEXE RELATIVE AUX PRIX, LOYERS ET  
COUPLE RENDEMENT RISQUE DU PLACEMENT  
EN LOGEMENT**

**PIÈCE JOINTE N° III : LES ACTEURS DU LOGEMENT LOCATIF  
INTERMÉDIAIRE ET LEUR PRODUCTION DE  
2014 À 2020**

**PIÈCE JOINTE N° IV : PERSONNES RENCONTRÉES**



# **PIÈCE JOINTE N° I**

## **Lettre de mission**





**GOVERNEMENT**

*Liberté  
Égalité  
Fraternité*

Vos réf. : D21000657

Paris, le **26 JAN. 2021**

Le ministre de l'économie, des  
finances et de la relance

La ministre déléguée chargée du  
logement

Le ministre délégué chargé des  
comptes publics

à

Madame Marie-Christine LEPETIT  
Cheffe de l'Inspection Générale  
des Finances

et

Monsieur Daniel BURSAUX  
Vice-Président du Conseil Général  
de l'Environnement et du  
Développement Durable

**Objet** : Développement de l'offre de logement locatif intermédiaire par  
les investisseurs institutionnels

L'article 168 de la loi de finances pour 2021 prévoit une prorogation du dispositif de réduction d'impôt sur le revenu des personnes physiques en soutien à l'investissement locatif intermédiaire, dit « Pinel », et la baisse du taux de la réduction d'impôt en 2023 et 2024. En effet, les limites de ce dispositif, mises en évidence dans l'évaluation menée par une mission commune de vos deux services fin 2019, invitent à réfléchir à la réorientation des financements correspondants vers des moyens d'action plus efficaces, en tenant compte du contexte économique et en donnant de la visibilité aux acteurs.

L'implication accrue des investisseurs institutionnels dans le financement du logement locatif intermédiaire est l'une des pistes privilégiées pour répondre aux besoins sur ce segment. L'article précité prévoit donc que le Gouvernement remette au Parlement, avant le 30 mars 2021, un rapport proposant des dispositifs de soutien au développement de l'offre de logement locatif intermédiaire, favorisant une implication accrue des investisseurs institutionnels.

Ce rapport public est d'abord l'occasion de dresser un constat sur le segment du logement locatif intermédiaire et la place que les investisseurs institutionnels y occupent et pourraient y occuper. En vous appuyant sur les travaux conduits par la mission commune de vos services sur l'évolution du dispositif

## Pièce jointe n° I

Pinel, vous pourrez, dans un premier temps, réaliser un état des lieux du parc existant de logements intermédiaires, en évaluant notamment la pertinence de cette offre, la profondeur de ce marché et l'état des besoins. Vous porterez une attention particulière à l'adéquation entre l'offre disponible et le niveau de revenus des ménages. Vous pourrez également analyser la zone géographique de pertinence du logement locatif intermédiaire. Vous pourrez rappeler à cette occasion les raisons qui invitent à rechercher un meilleur équilibre entre investisseurs particuliers et institutionnels sur ce segment, ainsi que recenser les principaux investisseurs institutionnels et leurs modalités de financement et d'intervention sur ce segment de marché.

Vous analyserez dans un second temps le cadre réglementaire, économique et fiscal dans lequel s'inscrivent les investisseurs institutionnels sur le segment du logement locatif intermédiaire. L'accent sera porté sur les obstacles et freins qu'ils rencontrent dans la construction et l'exploitation d'un parc de logements locatifs intermédiaires, ainsi que leur impact direct sur la production de logements sur ce segment.

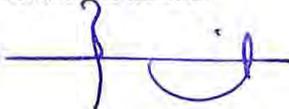
Sur la base des constats réalisés et d'autres difficultés que vous aurez éventuellement identifiées, vous élaborerez des propositions opérationnelles pour permettre une montée en puissance des investisseurs institutionnels sur le marché du logement locatif intermédiaire, avec une utilisation plus efficace des deniers publics et sans éviction de l'offre sociale ou privée. Seront notamment traités l'opportunité et les paramètres :

- d'une évolution du dispositif d'exonération de taxe foncière sur les propriétés bâties, pouvant passer par une compensation de l'Etat aux collectivités, permettant de limiter les réticences de certaines collectivités dans le déploiement du logement locatif intermédiaire (LLI) ;
- d'un dispositif fiscal plus efficace et plus efficient, renforçant l'incitation pour les investisseurs institutionnels;
- d'une simplification des procédures administratives actuelles permettant aux acteurs institutionnels d'obtenir les autorisations nécessaires (au-delà de la suppression de l'agrément préalable prévue par l'article 50 de la loi de finances pour 2021) ;
- d'une meilleure mobilisation des acteurs institutionnels existants (CDC Habitat, IN'LI, Société pour le logement intermédiaire, Fonds pour le logement intermédiaire, etc.), à cadre fiscal inchangé ;
- du développement de nouveaux outils tels que des fonds dédiés au logement intermédiaire en mesure de lever des capitaux privés ;
- au-delà, de toute évolution du cadre réglementaire et du modèle économique des opérations de logement intermédiaire, permettant d'amplifier la production de logement à loyer maîtrisé dans les zones les plus tendues.

Pour mener à bien votre mission, vous pourrez solliciter l'appui de la direction générale du Trésor, de la direction générale des finances publiques, de la direction de la législation fiscale, de la direction du budget, de la direction de l'habitat, de l'urbanisme et des paysages, de la Caisse de garantie du logement locatif social et de l'Agence nationale de contrôle du logement social.

Vous nous remettrez votre rapport pour le 15 mars 2021 au plus tard.

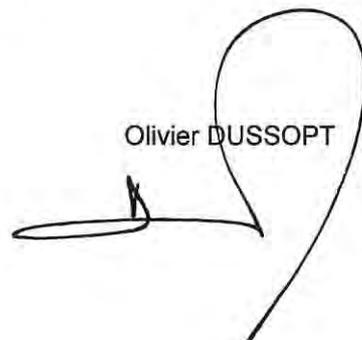
Bruno LE MAIRE



Emmanuelle WARGON



Olivier DUSSOPT



PUBLIÉ

## **PIÈCE JOINTE N° II**

### **Annexe relative aux prix, loyers et couple rendement-risque du placement en logement**

**Ce rapport a bénéficié d'une aide de l'État gérée par l'Agence Nationale de la Recherche au titre du programme d'investissements d'avenir portant la référence ANR-10-EQPX-17 (Centre d'accès sécurisé aux données - CASD).**



# SOMMAIRE

<b>1. L'ÉVOLUTION DIFFÉRENCIÉE DU PRIX DES LOGEMENTS ET DES LOYERS .....</b>	<b>1</b>
1.1. Depuis les années 1970, l'indice des loyers est resté stable par rapport au revenu par ménage, alors même que le poids du loyer dans le revenu des locataires a doublé .....	1
1.1.1. <i>Depuis les années 1970, l'indice des loyers de l'Insee à structure constante a augmenté parallèlement au revenu disponible par ménage.....</i>	<i>1</i>
1.1.2. <i>... alors même que le poids du loyer dans le revenu des locataires a doublé</i>	<i>1</i>
1.2. Depuis 2000, le prix de cession des logements s'est envolé par rapport au revenu des ménages .....	6
1.3. Il en résulte une baisse des rendements locatifs, concomitante avec celle des taux d'intérêt.....	9
1.4. L'évolution des prix de cession a été plus différenciée géographiquement que celle des loyers .....	10
1.5. Le prix des logements existants détermine le prix du foncier constructible dans leur voisinage.....	12
<b>2. COMPÉTITIVITÉ DU COUPLE RENDEMENT - RISQUE DU PLACEMENT EN LOGEMENT.....</b>	<b>15</b>
2.1. Sur le long terme le couple rendement - volatilité du placement en logement ressort intermédiaire entre ceux des obligations et des actions, et assorti d'un certain pouvoir diversificateur.....	15
2.1.1. <i>L'histoire des valeurs de divers placements fait apparaître des régularités.....</i>	<i>15</i>
2.1.2. <i>Historiquement, le couple rendement-volatilité du placement en logement ressort intermédiaire entre ceux des placements en obligations et en actions .....</i>	<i>18</i>
2.1.3. <i>L'effet de levier peut rapprocher le couple rendement-volatilité du placement en logement de celui du placement en actions .....</i>	<i>22</i>
2.1.4. <i>Pouvoir diversificateur.....</i>	<i>22</i>
2.2. Des travaux portant sur des périodes plus récentes confortent ce résultat.....	25
2.3. Par rapport à ses concurrents, le placement en logement des investisseurs institutionnels présente des coûts et risques spécifiques.....	26
2.3.1. <i>Le marché des immeubles entiers ou des blocs d'appartements constitue un marché peu profond dont seule la construction neuve peut compenser l'assèchement continu engendré par la vente à la découpe aux particuliers .....</i>	<i>26</i>
2.3.2. <i>Le risque de liquidité est plus élevé que pour d'autres actifs .....</i>	<i>28</i>
2.3.3. <i>L'illiquidité fait obstacle à la reconnaissance des plus-values .....</i>	<i>29</i>
2.3.4. <i>Le risque institutionnel est indéniable mais n'est pas spécifique au secteur ou à la France.....</i>	<i>30</i>
2.3.5. <i>Les contraintes prudentielles appliquées à l'immobilier résidentiel français semblent inadaptées.....</i>	<i>30</i>
2.3.6. <i>Les caractéristiques propres à un actif dont le consommateur final est le particulier .....</i>	<i>31</i>

2.4. Prospective sur les couples rendement-risque du placement en logement et son attractivité pour les investisseurs institutionnels.....	32
2.4.1. <i>L'indice Insee des loyers devrait augmenter parallèlement au revenu par ménage ou à l'indice des prix à la consommation.....</i>	32
2.4.2. <i>Le principal déterminant de l'évolution des prix de cession sera celle des taux d'intérêt.....</i>	33
2.4.3. <i>Rendement du placement en logement.....</i>	33
2.4.4. <i>Compétition avec les autres actifs.....</i>	33
2.5. Le cas particulier du placement en logement intermédiaire.....	35

## Pièce jointe n° II

Les avantages et les contraintes du statut de logement intermédiaire LLI sont temporaires. Au-delà d'un certain terme, le logement devient un logement de droit commun. Pour l'investisseur de long terme, le couple rendement - risque du LLI doit donc être apprécié en tenant compte de celui du logement locatif en général.

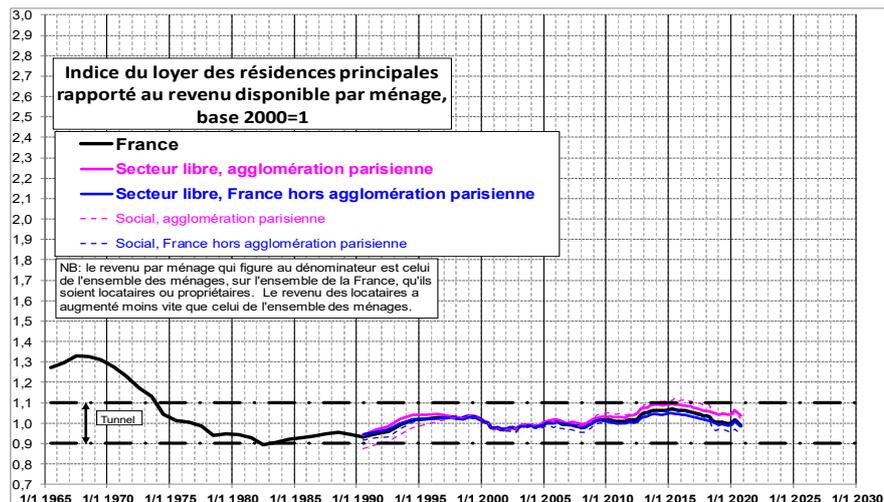
### 1. L'évolution différenciée du prix des logements et des loyers

#### 1.1. Depuis les années 1970, l'indice des loyers est resté stable par rapport au revenu par ménage, alors même que le poids du loyer dans le revenu des locataires a doublé

##### 1.1.1. Depuis les années 1970, l'indice des loyers de l'Insee à structure constante a augmenté parallèlement au revenu disponible par ménage...

L'indice Insee des loyers à structure constante<sup>1</sup> a augmenté depuis 1975 parallèlement au revenu moyen par ménage, à un rythme voisin sur le parc social et le parc privé.

**Graphique 1 : indice du loyer des résidences principales rapporté au revenu disponible par ménage, selon la base 2000 = 1**



Source : CGEDD d'après indice des loyers observés des résidences principales, Insee.

##### 1.1.2. ... alors même que le poids du loyer dans le revenu des locataires a doublé

La stabilité de l'indice des loyers par rapport au revenu moyen par ménage n'est pas contradictoire avec le doublement du poids du loyer dans le revenu des locataires depuis les années 1970 (cf. schéma 1)<sup>2</sup>:

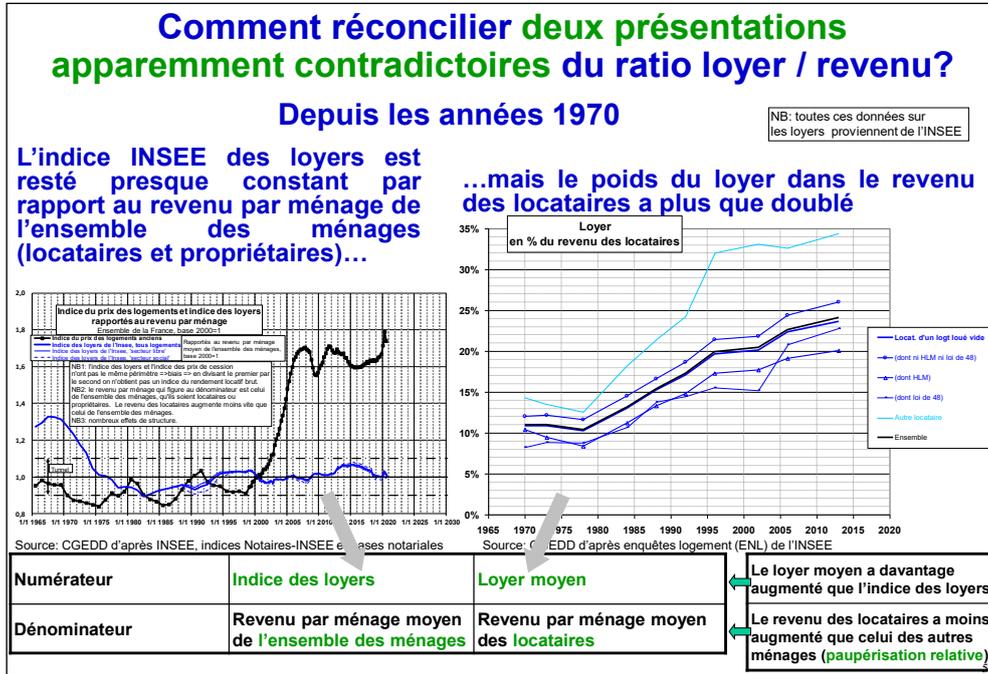
<sup>1</sup> <https://www.insee.fr/fr/recherche?q=ILH&debut=0>.

<sup>2</sup> Cf. « Loyers et revenus depuis les années 1970 », <http://www.cgedd.fr/loyer-revenu-2013.pdf>, actualisé par « Les ménages et leurs logements depuis 1970, quelques résultats sur longue période extraits des enquêtes logement », [http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/menage-logement-friggitt\\_cle03e36d.pdf](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/menage-logement-friggitt_cle03e36d.pdf) J. Friggitt, CGEDD,

## Pièce jointe n° II

- ◆ d'une part le loyer moyen a augmenté plus rapidement que l'indice des loyers ;
- ◆ d'autre part le revenu moyen des locataires a augmenté moins rapidement que celui de l'ensemble des ménages (les premiers se sont donc paupérisés par rapport aux seconds).

Schéma 1 : deux représentations du ratio loyer / revenu

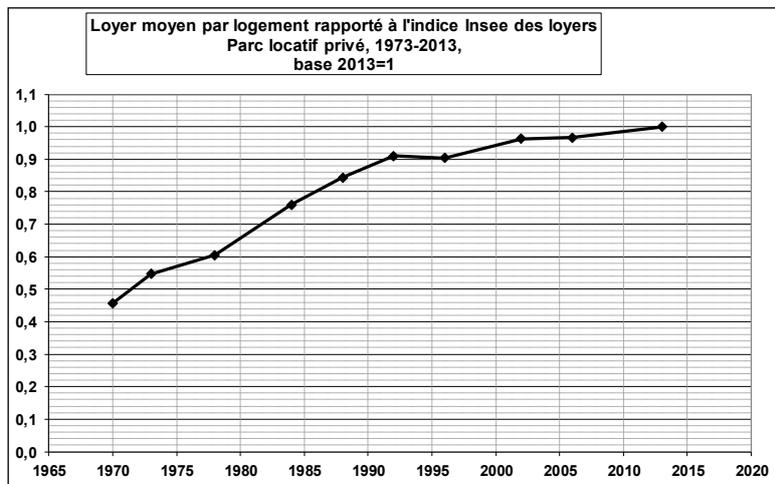


Source : CGEDD d'après Insee.

### 1.1.2.1. Le loyer moyen a augmenté plus rapidement que l'indice Insee des loyers

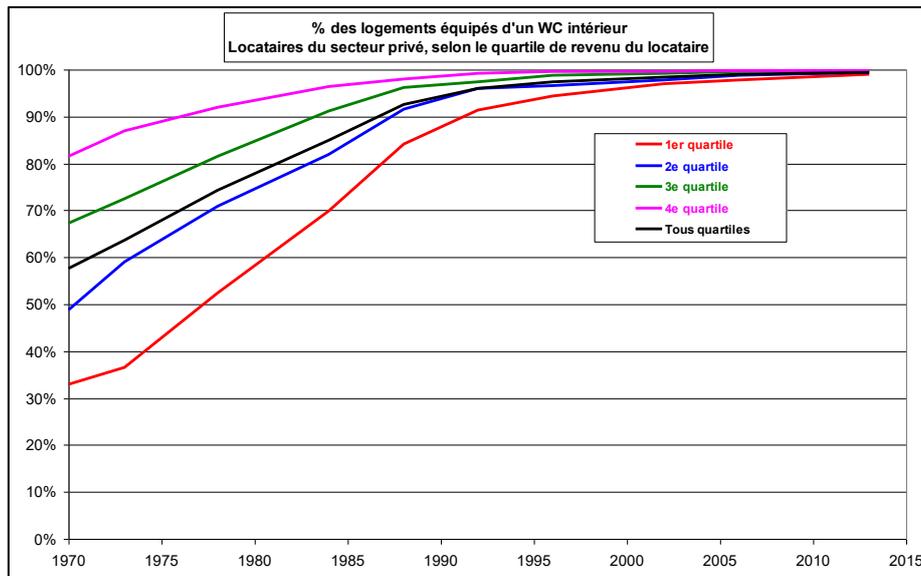
Le loyer moyen a augmenté plus rapidement que l'indice des loyers (cf. Graphique 2), sous l'effet de la déformation de la structure du parc, en raison principalement de l'amélioration du confort dans le parc privé (cf. Graphique 3), qui dans les années 1970 y était moindre que dans le parc social.

Graphique 2 : loyer moyen rapporté à l'indice Insee des loyers



Pièce jointe n° II

Graphique 3 : exemple d'amélioration du confort des logements locatifs du secteur privé



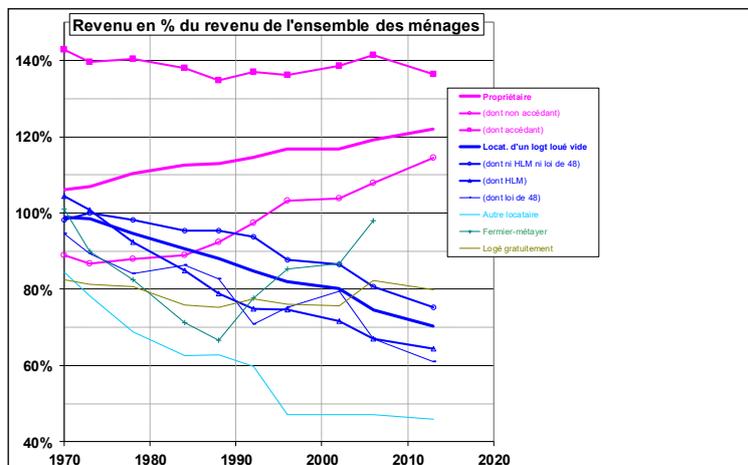
Source : CGEDD d'après enquêtes logement. NB dans les années 1970, presque tous les logements sociaux étaient déjà équipés de WC intérieur.

1.1.2.2. Les locataires se sont paupérisés par rapport à l'ensemble des ménages

Le revenu moyen des locataires a augmenté moins rapidement que celui de l'ensemble des ménages. Les locataires se sont donc paupérisés par rapport à l'ensemble des ménages (cf. graphique 4).

Cette paupérisation historique est une paupérisation relative, c'est-à-dire un accroissement de la pauvreté de certains ménages, par rapport à l'ensemble des ménages. En monnaie constante, le revenu par ménage (cf. graphique 5) et le revenu par unité de consommation (cf. graphique 6) des locataires ont progressé dans les années 1970 et 1980, puis se sont approximativement stabilisés, le second ayant crû un peu plus que le premier sous l'effet du desserrement des ménages (cf. Graphique 7).

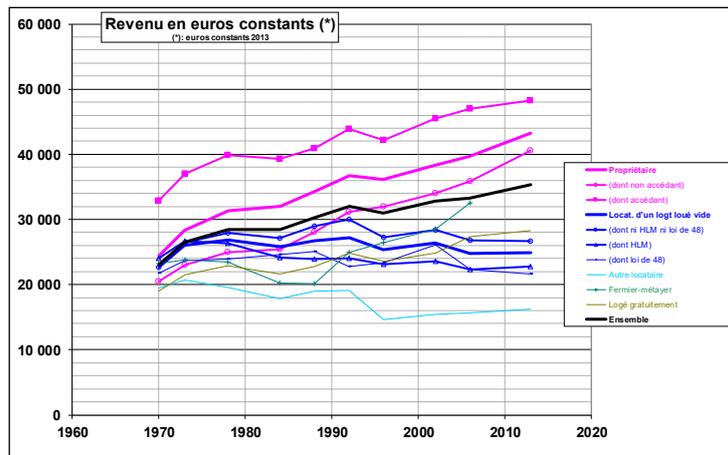
Graphique 4 : revenu par ménage en % du revenu par ménage de l'ensemble des ménages, par statut d'occupation



Source : CGEDD d'après enquêtes logement.

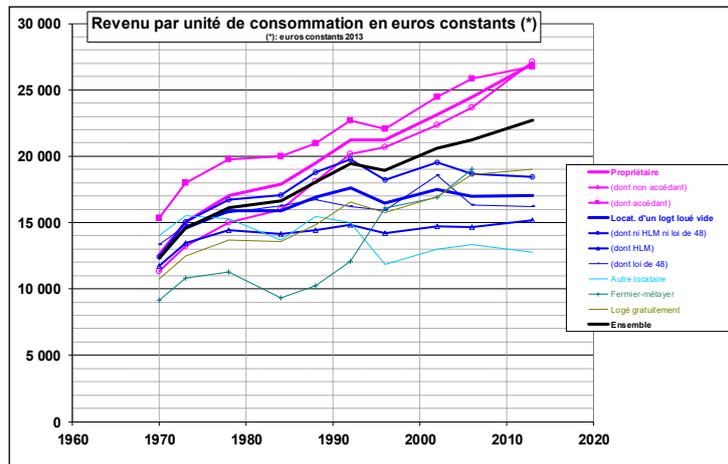
## Pièce jointe n° II

Graphique 5 : revenu par ménage en monnaie constante, par statut d'occupation



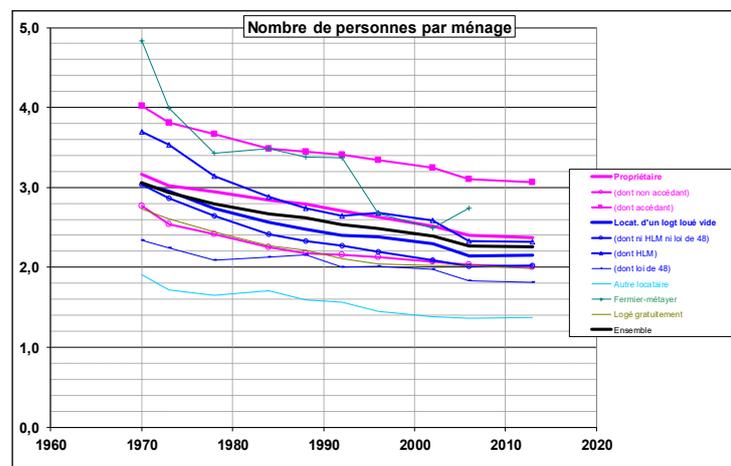
Source : CGEDD d'après enquêtes logement.

Graphique 6 : revenu par unité de consommation en monnaie constante, par statut d'occupation



Source : CGEDD d'après enquêtes logement.

Graphique 7 : le desserrement des ménages



Source : CGEDD d'après enquêtes logement.

## Pièce jointe n° II

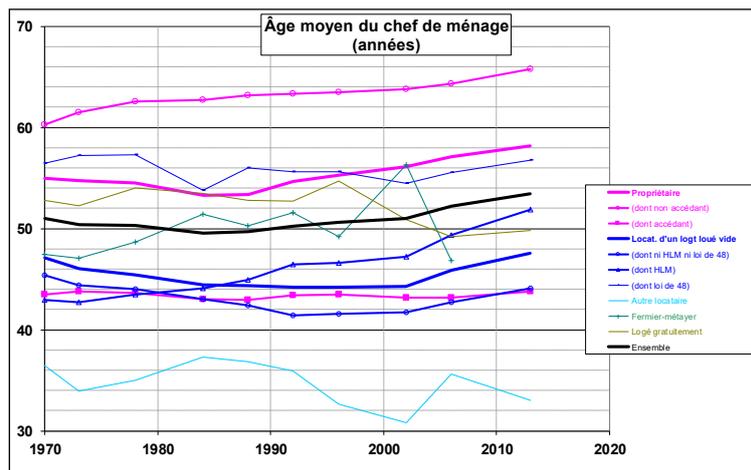
La principale cause de la paupérisation des locataires est la paupérisation des jeunes (cf. tableau 1), qui sont surreprésentés dans le parc locatif privé (cf. Graphique 8).

**Tableau 1 : La paupérisation des jeunes**

Tranche d'âge	Revenu par ménage				Revenu par unité de consommation				Nombre d'unités de consommation moyen par ménage			% du nombre de ménages		
	en % du revenu moyen de l'ensemble des ménages		Var. 1970-2013 en monnaie constante	Var. 70-2013	en % du revenu moyen de l'ensemble des ménages		Var. 1970-2013 en monnaie constante	Var. 70-2006	1970	2013	Var. 70-2013	1970	2013	Var. 70-2013
	1970	2013			Var. 70-2013	1970								
20 à 29 ans	102%	60%	-41%	-9%	116%	65%	-44%	3%	1,72	1,37	-20%	11%	9%	-2 pts
30 à 39 ans	120%	101%	-16%	30%	110%	92%	-16%	55%	2,14	1,74	-19%	18%	15%	-3 pts
40 à 49 ans	129%	117%	-10%	39%	109%	98%	-10%	67%	2,31	1,88	-19%	21%	18%	-2 pts
50 à 59 ans	112%	121%	8%	66%	107%	114%	6%	96%	2,01	1,64	-19%	16%	19%	3 pts
60 à 69 ans	75%	105%	41%	117%	86%	117%	36%	152%	1,59	1,38	-13%	19%	17%	-2 pts
70 à 79 ans	57%	86%	51%	132%	76%	102%	34%	148%	1,36	1,30	-4%	12%	12%	0 pts
80 à 89 ans	53%	74%	40%	115%	73%	93%	27%	135%	1,30	1,22	-6%	3%	7%	4 pts
Tous âges	100%	100%	0%	54%	100%	100%	0%	85%	1,88	1,55	-18%	100%	100%	0 pts

Source : CGEDD d'après enquêtes logement.

**Graphique 8 : les locataires sont plus jeunes que la moyenne, a fortiori dans le parc privé dans la période récente**



Source : CGEDD d'après enquêtes logement.

### 1.1.2.3. Ces deux phénomènes semblent avoir ralenti dans les années 2010

La surcroissance du loyer moyen par rapport à l'indice de loyer à structure constante a ralenti depuis les années 1990, sous l'effet d'une moindre progression de la qualité des logements telle que ressentie par les ménages.

Par ailleurs, en l'absence d'enquête logement depuis 2013, d'autres sources<sup>3</sup> semblent indiquer que la paupérisation des locataires s'est interrompue au milieu de la décennie 2010 mais pourrait avoir repris depuis 2017.

<sup>3</sup> Enquête « Statistiques sur les ressources et les conditions de vie des ménages » (SRCV) jusqu'en 2019 et base de données Filocom, de source fiscale, jusqu'en 2014 (les revenus figurant dans cette base pour 2016 présentant des fragilités).

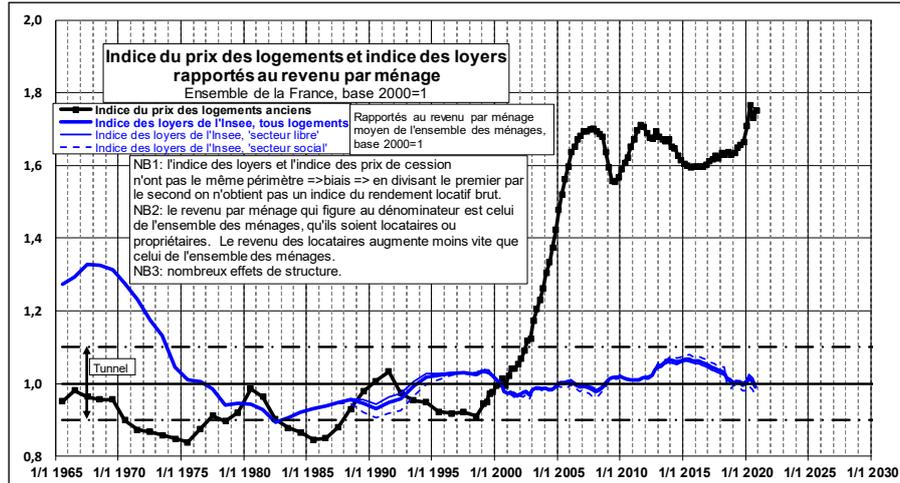
## 1.2. Depuis 2000, le prix de cession des logements s'est envolé par rapport au revenu des ménages

De 1965 à 2000, l'indice du prix des logements a augmenté parallèlement au revenu par ménage, sous réserve de fluctuations, comme le faisait l'indice des loyers depuis les années 1970.

Depuis 2000, les deux indices ont divergé par rapport au revenu disponible par ménage. Alors que l'indice des loyers est resté stable, l'indice des prix des logements anciens s'est envolé de 2002 à 2008.

### Graphique

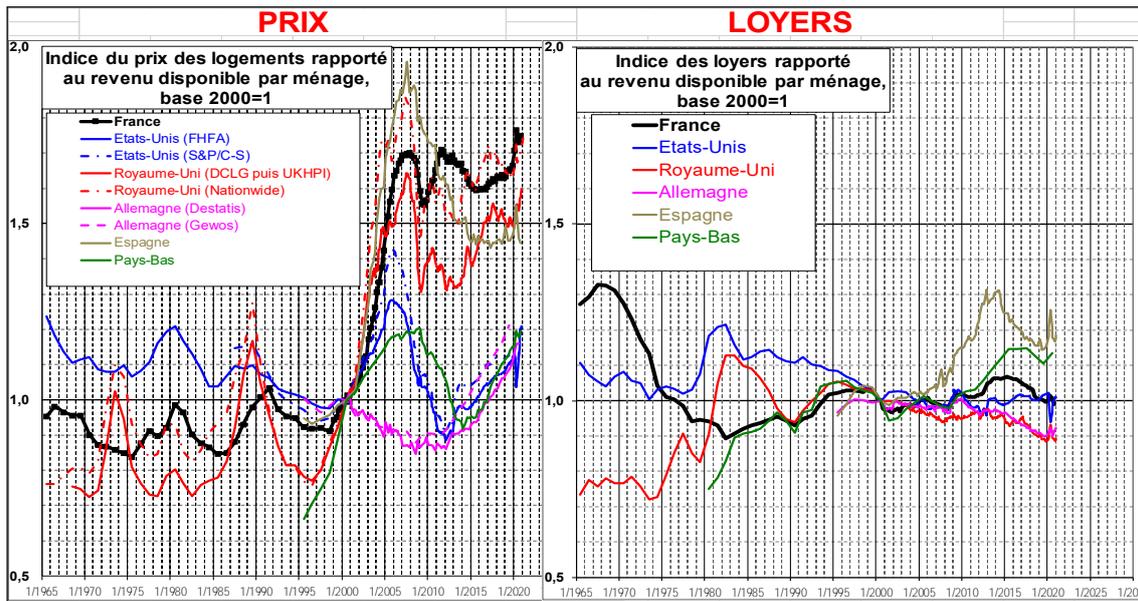
1 par ménage



Source : CGEDD d'après Insee, bases de données notariales et indices Notaires-Insee désaisonnalisés.

Sur le plan international, alors que la stabilité des indices des loyers par rapport au revenu disponible observée en France a été la règle, l'évolution des prix a été au contraire très différenciée. La France est le seul pays où l'indice de prix, toujours rapporté au revenu par ménage, a peu baissé depuis 2007 (cf. Graphiques 10). Il est même actuellement au plus haut. Dans les autres pays, soit ce ratio s'est envolé de 2000 à 2007 mais est ensuite sensiblement retombé, soit, et ce plus rarement, ce ratio ne s'est pas envolé à partir de 2000, comme en Allemagne.

Graphiques 10 : comparaison internationale de l'évolution des prix de vente et des loyers rapportés au revenu moyen par ménage



Source : CGEDD d'après INSEE, bases notariales, indices Notaires-INSEE désaisonnalisés, Freddie Mac, FHFA, R. Shiller, S&P/C-S, Census Bureau, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, UK Office for National Statistics, Nationwide, Destatis, Gewos, INE, Ministerio de Fomento, R. Vergés, Centraal Bureau Voor de Statistiek.

L'envolée puis la stabilisation à haut niveau du prix des logements constatés en France<sup>4</sup> ne résultent pas du rythme de la construction :

- ◆ l'élasticité du prix des logements par rapport à leur nombre étant de l'ordre de 1 à 2<sup>5</sup>, même la construction d'un million de logements supplémentaires, soit 1% du parc national, n'aurait diminué le prix des logements que de 3 à 6% ;
- ◆ si une inadéquation du rythme de la construction avait provoqué une hausse sensible des prix, elle aurait également eu un effet visible sur les loyers, or l'indice des loyers à structure constante de l'Insee est resté stable par rapport à la tendance qu'il suivait depuis les années 1970 (cf. 1.1.1) ;
- ◆ le taux de vacance a augmenté, et ce sur l'ensemble des zones de prix (cf. § 3.2.2 du corps du rapport) ;

mais de l'évolution de l'environnement financier :

- ◆ la baisse des taux d'intérêt (cf. Graphique 11) et l'allongement de la durée des prêts (cf. Graphique 12) ont conjointement compensé l'effet de la hausse des prix sur les mensualités des accédants sur une grande partie du territoire (cf. § 1.4) ;
- ◆ l'endettement des ménages a augmenté continûment en France (cf. Graphique 13), faute de quoi les prix n'auraient pu se maintenir à niveau élevé après 2008.

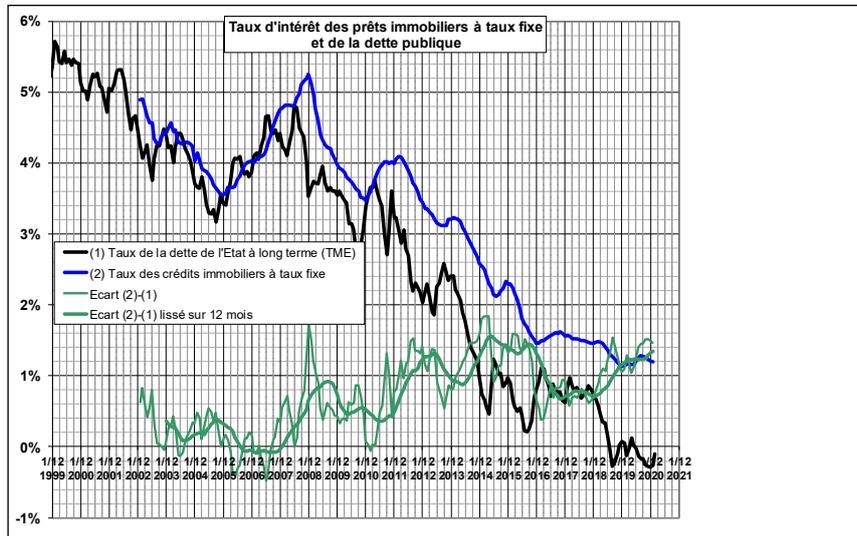
<sup>4</sup> Cf. « Pourquoi le prix des logements a-t-il si peu baissé en France depuis 2008? », J. Friggitt, CGEDD, 2015, [http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/baisse-prix-immobilier\\_cle7681d5.pdf](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/baisse-prix-immobilier_cle7681d5.pdf).

<sup>5</sup> Cf. « L'élasticité du prix des logements par rapport à leur nombre », J. Friggitt, CGEDD, 2021, [http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/elasticite-prix-immobilier-nombre\\_cle093f5d.pdf](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/elasticite-prix-immobilier-nombre_cle093f5d.pdf).

## Pièce jointe n° II

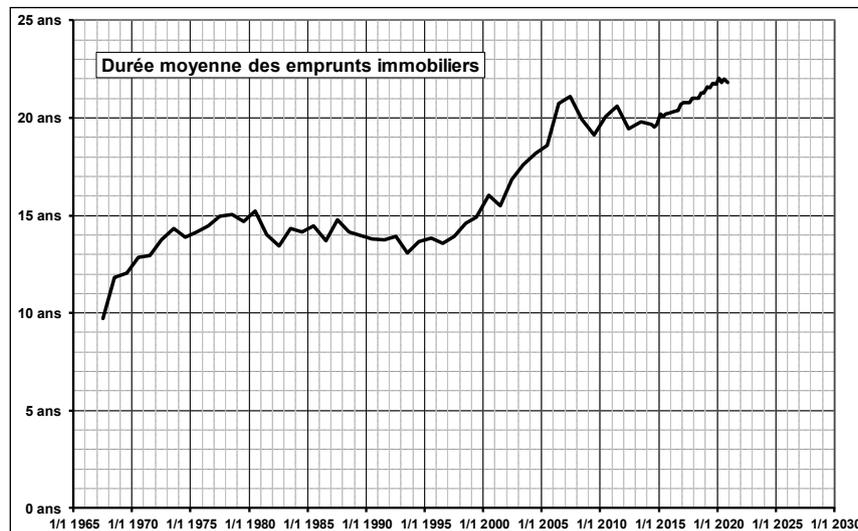
En Allemagne, les ménages étaient déjà très endettés en 2000 (cf. Graphique 13), à la suite du boom de la construction consécutif à la réunification<sup>6</sup>. Leur dette ne pouvant augmenter davantage, le prix des logements ne le pouvait non plus<sup>7</sup>. La hausse du prix des logements qui se manifeste depuis plusieurs années dans ce pays coïncide avec une reprise de l'endettement des ménages.

Graphique 11 : la baisse des taux d'intérêt



Source : CGEDD d'après Banque de France et Insee.

Graphique 12 : l'allongement de la durée des prêts



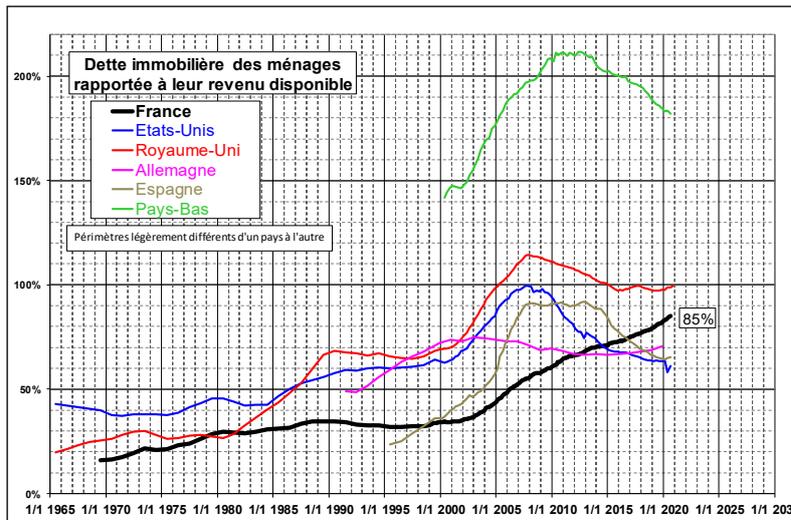
Source : CGEDD d'après Banque de France.

<sup>6</sup> Mais aussi à un niveau d'endettement qui était déjà élevé en 1992.

<sup>7</sup> La divergence des prix des logements en France et en Allemagne depuis 2000 ne résulte pas d'une évolution différente du rapport entre l'offre et la demande physique : de 2000 à 2019, la France a construit 2,6 millions de logements de plus que l'Allemagne (7,6 millions contre 5 millions), alors que le nombre de ménages augmentait de 1,5 millions de plus seulement (5,7 millions contre 4,2 millions), et que le desserrement des ménages se poursuivait au même rythme dans les deux pays. Source : instituts statistiques nationaux.

Pièce jointe n° II

Graphique 13 : la croissance continue de l'endettement des ménages, exception française

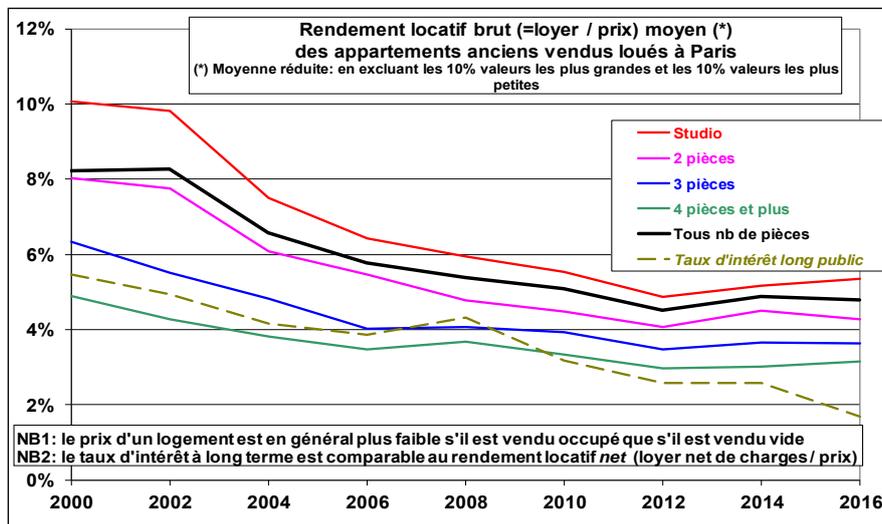


Source : CGEDD, d'après instituts statistiques et banques centrales nationales.

**1.3. Il en résulte une baisse des rendements locatifs, concomitante avec celle des taux d'intérêt**

La croissance rapide du prix des logements par rapport à celle des loyers a provoqué une baisse du rendement locatif, c'est-à-dire du loyer divisé par le prix des logements, qui a été parallèle à celle des taux d'intérêt (cf. Graphique 14).

Graphique 14 : la diminution parallèle des rendements locatifs bruts et des taux d'intérêts à Paris depuis 2000



Source : CGEDD d'après bases notariales, Banque de France. Logements vendus à l'unité occupés par un locataire.

Cette baisse des rendements locatifs s'est amorcée dès le début des années 2000 (cf. tableau 2) puis s'est poursuivie.

## Pièce jointe n° II

**Tableau 2 : La baisse des rendements locatifs à Paris de 1997 à 2004**

Area	Attributes	1997			2004		
		$R^{rent}$	$R^{cap}$	$R^{tot}$	$R^{rent}$	$R^{cap}$	$R^{tot}$
Paris	Studios	5.95	3.00	9.37	3.15	8.85	12.86
	3+ bedrooms	4.47	6.32	11.01	2.18	7.77	11.05
	Hausmann	5.38	4.84	10.51	2.58	8.19	11.77
	Postwar	4.90	5.01	10.23	2.45	8.15	11.61
	Total	5.14	4.95	10.34	2.49	8.17	11.68
IS	Studios	6.02	-3.60	3.72	4.26	12.26	16.88
	3+ bedrooms	5.11	0.41	5.60	3.59	9.76	13.96
	Hausmann	5.92	0.22	6.52	3.67	11.48	15.78
	Postwar	5.28	-1.84	4.47	3.72	10.40	14.74
	Total	5.36	-1.72	4.69	3.71	10.72	14.99

Note: "Hausmann" apartments are those built before 1914, "recent" apartments are those built after 1949

*Source* : tableau VII page 117 de (Grégoir, Hutin & al. 2012)<sup>8</sup>.  $R^{rent}$  = rendement locatif,  $R^{cap}$  = rendement en capital,  $R^{tot}$  = rendement total. IS = petite couronne. Les rendements sont annuels.

Les rendements locatifs très faibles actuels ne sont pas représentatifs des régularités historiques (cf. § 2).

En Allemagne, après 2000, en l'absence d'envolée des prix de cession (cf. § 1.2), les rendements locatifs n'ont pas diminué, alors que les taux d'intérêt baissaient comme en France. Cela a pu contribuer au maintien d'un parc résidentiel détenu par des investisseurs institutionnels dans ce pays.

### 1.4. L'évolution des prix de cession a été plus différenciée géographiquement que celle des loyers

L'indice des loyers du secteur libre publié par l'Insee ne distingue que l'agglomération parisienne et le reste de la France.

Sur cette segmentation, il est peu différencié (cf. Graphiques 15). En particulier, il a certes augmenté plus rapidement dans l'agglomération parisienne que dans le reste de la France, mais de seulement 6% sur les 30 dernières années, 6% également sur les 20 dernières années et 2% sur les 10 dernières années<sup>9</sup>. On ne saurait donc parler d'« explosion des loyers » dans l'agglomération parisienne par rapport au reste de la France<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> Stéphane Grégoir, Mathieu Hutin, Tristan-Pierre Maury, Geneviève Prandi. « Measuring Local Individual Housing Returns from a Large Transaction Database », *Annals of Economics and Statistics*, nr 107/108; July/December 2012.

<sup>9</sup> Evolutions en glissement à partir des indices en valeur octobre 1990, octobre 2000 octobre 2010 et octobre 2020, secteur libre y compris loi de 1948 (source : <https://insee.fr/fr/recherche?q=ILH&debut=0> ).

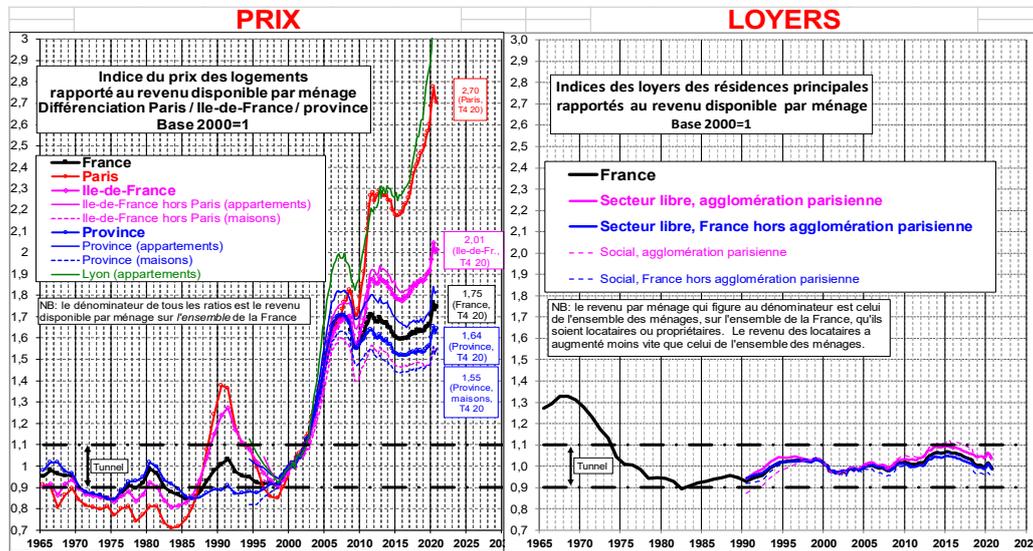
<sup>10</sup> La mesure de la croissance des loyers de marché est notoirement insuffisante et donne lieu à publication d'agrégats divergents, sans que les causes des divergences soient clairement identifiées et publiées. Cf. annexe 1 de « L'organisation du service statistique dans le domaine du logement », Inspection générale de l'Insee et CGEDD, 2014, <https://cgedd.documentation.developpement-durable.gouv.fr/notice?id=Affaires-0008026>.

## Pièce jointe n° II

Au contraire, l'évolution des prix de cession a été très différenciée : l'indice Notaires-Insee des prix de cession a augmenté plus rapidement en Ile-de-France qu'en province de 22% sur les 20 dernières années et de 14% sur les 10 dernières années<sup>11</sup>.

L'évolution des prix de cession a donc été beaucoup plus différenciée géographiquement que celle des loyers (cf. Graphiques 15).

**Graphiques 15 : différenciation géographique des évolutions des prix de cession et des loyers**



Source : CGEDD d'après indices Notaires-Insee, bases notariales, Insee.

La différenciation de la croissance du prix des logements d'un département à l'autre de 2000 à 2015 a coïncidé principalement avec celle de trois variables<sup>12</sup> :

- ◆ la croissance du nombre de logements hors résidences secondaires, nette de la croissance démographique (sous la réserve que concomitance n'est pas causalité, il s'agirait donc d'un effet « offre-demande » physique), l'élasticité du prix par rapport à l'offre n'étant cependant que de -1 à -2<sup>13</sup> ;
- ◆ la croissance du taux de chômage ;
- ◆ le niveau de la proportion de propriétaires occupants (plus elle est élevée, moins les prix ont augmenté).

L'effet de la hausse du prix des logements sur les mensualités des emprunts immobiliers n'est compensé par la baisse des taux d'intérêt que dans quelques départements, mais l'est dans la plupart d'entre eux si l'on tient compte également de l'allongement de la durée des prêts (cf. cartes 1).

<sup>11</sup> Evolutions en glissement à partir des indices Notaires-Insee du prix des logements anciens des quatrièmes trimestres 2000, 2010 et 2020. Ces indices ne remontent pas avant 1996 en Ile-de-France et 1994 en province.

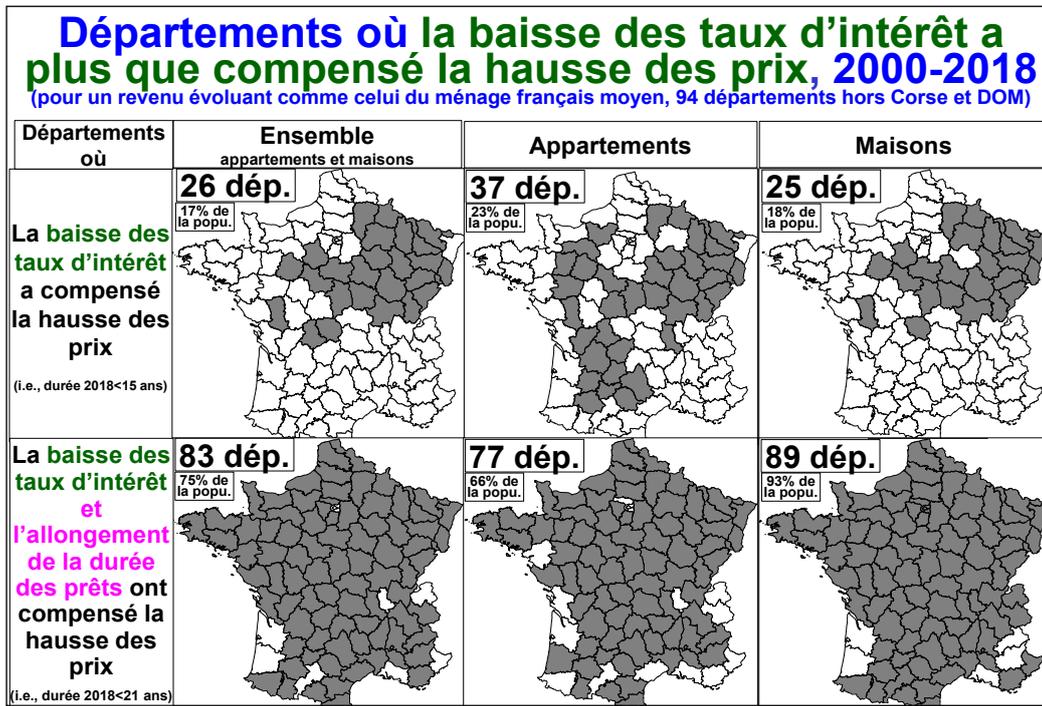
(Source : <https://www.insee.fr/fr/statistiques?debut=0&theme=30&conjoncture=56>). Le différentiel de croissance entre l'agglomération parisienne et le reste de la France a vraisemblablement été encore plus prononcé.

<sup>12</sup> Cf. « Différenciation du niveau et de la variation du prix des logements selon le département de 1994 à 2018 », CGEDD, 2019, [http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/012886-01\\_rapport\\_cle5cbffc.pdf](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/012886-01_rapport_cle5cbffc.pdf).

<sup>13</sup> Cf. note 5.

Pièce jointe n° II

Cartes 1 : départements où la baisse des taux d'intérêt, avant et après effet de l'allongement de la durée des prêts, a plus que compensé la hausse du prix des logements rapporté au revenu par ménage (départements représentés en noir sur les cartes)



Source : CGEDD d'après insee, bases de données notariales, indices Notaires-insee, Perval, Banque de France.

### 1.5. Le prix des logements existants détermine le prix du foncier constructible dans leur voisinage

La formation du prix de transaction des terrains à bâtir suit un processus dénommé le « *compte à rebours* ». Lorsqu'un terrain est à vendre, le promoteur examine le voisinage et conçoit les logements qu'il va construire. Il calcule leur nombre en tenant compte des règles d'urbanisme comme suit :

- ◆ il calcule leur prix de vente unitaire par comparaison avec le prix des logements du voisinage, avec un écart de prix résultant de l'écart de taille et de qualité du logement neuf par rapport aux logements existants voisins ;
- ◆ en multipliant leur nombre par leur prix unitaire, il calcule leur prix de vente total ;
- ◆ en soustrayant de ce prix de vente total tous ses coûts (études, construction, frais financiers, rémunération des capitaux propres), il obtient le prix maximal qu'il est prêt à payer pour le terrain ; c'est le « *compte à rebours* » ;
- ◆ il déduit de ce prix sa marge de négociation et propose le solde au vendeur potentiel ;
- ◆ si ce dernier accepte de vendre à un prix inférieur ou égal au prix maximal que le promoteur est prêt à payer, la vente du terrain est réalisée, et un prix de marché du foncier en découle ;
- ◆ s'il ne l'accepte pas, la vente n'est pas réalisée et il n'y a donc pas de prix de marché.

En d'autres termes, c'est le prix des logements du voisinage qui, compte tenu des règles d'urbanisme applicables, détermine le prix des terrains.

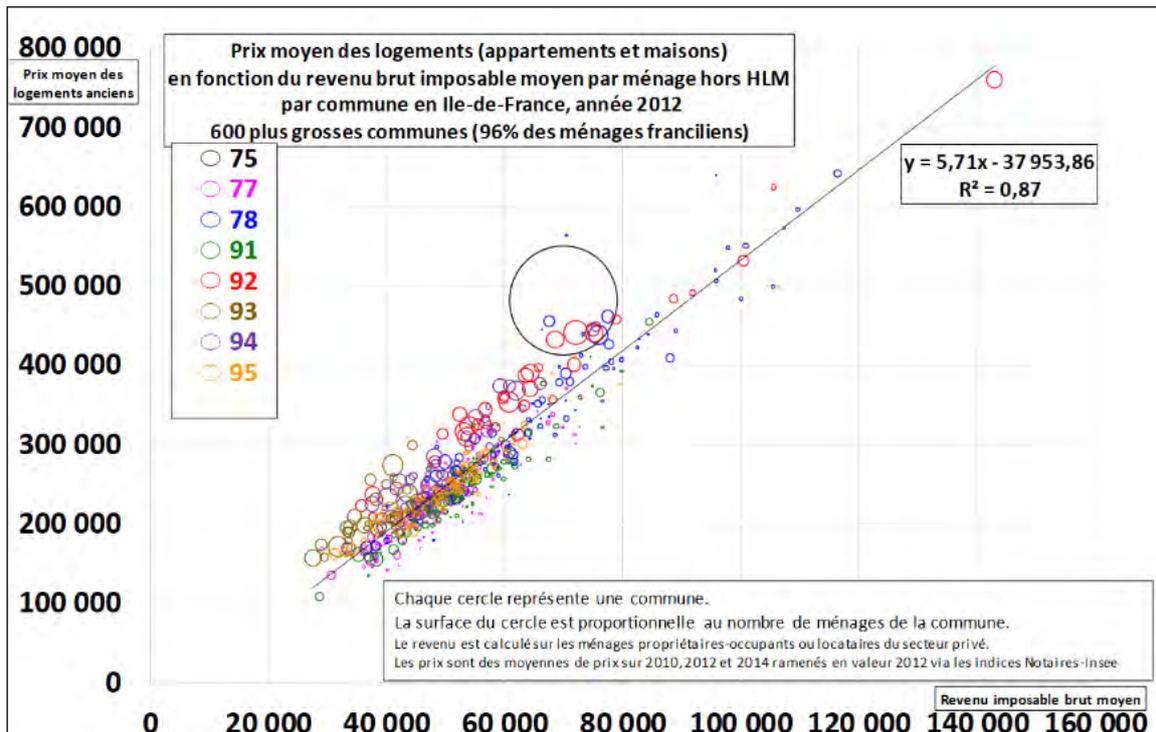
## Pièce jointe n° II

Lorsqu'un opérateur se plaint du prix "élevé" du foncier, il déplore le prix des logements du voisinage, qui par ailleurs est celui qui lui permet de vendre à un prix élevé les logements neufs qu'il produit. Si le prix de transaction du foncier dans le voisinage est ce qu'il est, c'est parce qu'un autre opérateur a accepté de le payer pour construire.

Or le prix des logements dans un voisinage est très lié ;

- ◆ au revenu des ménages du voisinage (cf. Graphique 16), de même que le niveau des loyers (cf. Graphique 17) ;
- ◆ à quelques autres variables<sup>14</sup> ;
- ◆ et à l'environnement financier (cf. § 1.2).

**Graphique 16 : prix moyen des logements en fonction du revenu moyen par commune en Ile - de - France**

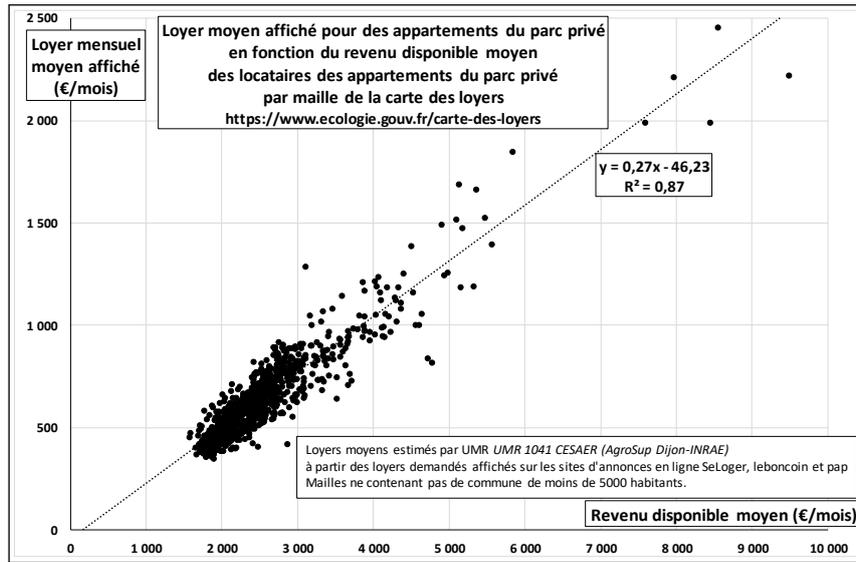


Source : CGEDD d'après bases notariales et Filocom.

<sup>14</sup> Cf. note 12.

## Pièce jointe n° II

**Graphique 17 : loyer moyen affiché en fonction du revenu moyen des locataires, appartements du parc privé, par maille de la carte des loyers**



Source : CGEDD d'après Fideli et <https://www.ecologie.gouv.fr/carte-des-loyers>. Revenus 2018. Loyers moyens sur une période approximativement centrée sur 2018.

La collectivité dispose de peu de moyens pour influencer le prix de marché des logements dans un voisinage, particulièrement sur le court terme :

- ◆ elle peut l'augmenter ou le diminuer en créant des aménités ou des nuisances, ce qui attirera ou dissuadera les ménages selon leur revenu et donc modifiera la composition sociale du voisinage ;
- ◆ elle peut chercher à l'influencer via le rapport offre / demande, en autorisant la construction de logements plus ou moins nombreux, mais l'élasticité du prix de marché des logements par rapport à l'offre de logements, à demande donnée, est assez faible, de l'ordre de -1 à -2<sup>15</sup>. A coûts de construction donnés, le prix des terrains diminuerait d'autant en euros, donc de peu en pourcentage (le prix du terrain représente en moyenne le tiers du prix des logements mais beaucoup plus en zones chères). Par ailleurs le prix de vente des logements neufs, déterminé par celui des logements anciens du voisinage, diminuerait d'autant.

Le prix des logements du voisinage déterminant le prix du foncier par logement, la collectivité a également peu de moyens d'influencer ce dernier. Elle peut augmenter le prix d'un terrain en autorisant la construction de davantage de logements mais cela ne changera pas le prix du terrain par logement, sauf éventuellement par économies d'échelle sur les coûts du promoteur. Cela modifiera le nombre de logements construits, mais non leur prix de vente de marché, qui reste déterminé par référence à celui des logements du voisinage.

La collectivité, par négociation, peut forcer le promoteur à diminuer son prix de vente en échange de l'autorisation de construire davantage de logements, mais on sort alors d'une logique de marché. Le destinataire final de la baisse du prix bénéficie d'un avantage, qu'il peut ou non conserver lorsqu'il revendra le logement. De même, la collectivité peut vendre à prix inférieur au prix de marché les terrains qu'elle contrôle, mais ce n'est plus un prix de marché et cela a un coût d'opportunité pour les finances publiques.

<sup>15</sup> Cf. note 5.

## Pièce jointe n° II

En vertu du « *compte à rebours* », une hausse des coûts de construction réduit le prix du terrain acceptable par le promoteur toutes choses égales par ailleurs. Ainsi, lorsque des normes plus exigeantes augmentent les coûts de construction<sup>16</sup> sans augmenter d'autant la qualité du logement telle que perçue par les ménages (le prix auquel ils sont prêts à acheter les logements), le prix du terrain acceptable par le promoteur diminue. Or en immobilier les prix de transaction s'ajustent à la baisse plus lentement qu'à la hausse. Pendant un certain temps, une partie des vendeurs de foncier ne réduiront pas le prix qu'ils sont prêts à accepter, et préféreront attendre<sup>17</sup>. Il en résultera une diminution des ventes de terrains constructibles donc des mises en chantier de logements (plus ou moins forte et prolongée selon l'effet des nouvelles normes sur le prix de revient du promoteur et les anticipations des vendeurs de foncier) puis les vendeurs de terrains réduiront tous le prix demandé et les volumes reprendront leur niveau initial.

## 2. Compétitivité du couple rendement - risque du placement en logement

### 2.1. Sur le long terme le couple rendement - volatilité du placement en logement ressort intermédiaire entre ceux des obligations et des actions, et assorti d'un certain pouvoir diversificateur

#### 2.1.1. L'histoire des valeurs de divers placements fait apparaître des régularités

On dispose de séries longues de la valeur de divers placements sur environ deux siècles.

Le Graphique 18 représente la valeur de divers placements sur deux siècles, revenu annuel (coupon, dividende ou loyer net) réinvesti le cas échéant, en monnaie constante et en base 2000=1. Tous les actifs comparés sont français, à l'exception des actions américaines, dont le prix a été converti en monnaie française.

Les « rendements » mentionnés ci-après sont des rendements totaux, revenus annuel réinvestis. Ce sont la somme des rendements en capital et des revenus annuels réinvestis.

*Nota 1. Dans le cas du placement en logement, il faut déduire du rendement locatif « brut » (loyer divisé par le prix) les charges supportées par le propriétaire pour obtenir le « rendement locatif net » puis, par ajout du rendement en capital, le rendement total. Ces charges incluent les charges courantes non récupérées auprès du locataire, impôts fonciers compris, mais aussi les travaux de grosses réparations (qui permettent de maintenir le bien à un niveau de qualité constant), la vacance locative (loyers non perçus entre le départ d'un locataire et l'arrivée de son successeur), l'amortissement des frais de mutation sur la durée de détention du bien. Les séries utilisées ici<sup>18</sup> supposent un amortissement sur 20 ans des frais de mutation. Pour le reste, les charges supportées*

---

<sup>16</sup> Sous réserve, après un certain temps, de gains de productivité par effet d'expérience.

<sup>17</sup> On estime qu'environ la moitié des vendeurs de logements anciens sont pressés de vendre ; pour les vendeurs de terrain, la proportion est inférieure.

<sup>18</sup> Séries longues téléchargeables au § 2.2. de <http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/prix-immobilier-evolution-a-long-terme-a1048.html>.

## Pièce jointe n° II

par le propriétaire sont supposées égales à un tiers du loyer<sup>19</sup> avant 1914 et environ 40% sur la période récente. Lors de ses auditions, la mission a recueilli des estimations très divergentes du poids de ces charges dans le loyer<sup>20</sup>.

Lorsque le bien acheté est neuf, il n'y a pas, les premières années, de grosses réparations, mais la qualité se dégrade petit à petit, ce qui dévalorise le bien d'un montant voisin de celui des frais de grosses réparations pris en compte dans les charges.

Nota 2. Le placement en logement est considéré ici hors effet de levier (cf. § 2.1.3).

Nota 3. Cette partie ne prend en compte que le placement en logement à Paris, seul placement résidentiel pour lequel on dispose de séries longues. Les placements hors Paris semblent présenter sur le long terme des rendements locatifs plus élevés<sup>21</sup>, contrepartie d'un risque perçu plus élevé et d'un rendement en capital qui a été plus élevé depuis 2000 (mais pas nécessairement sur une période plus longue).

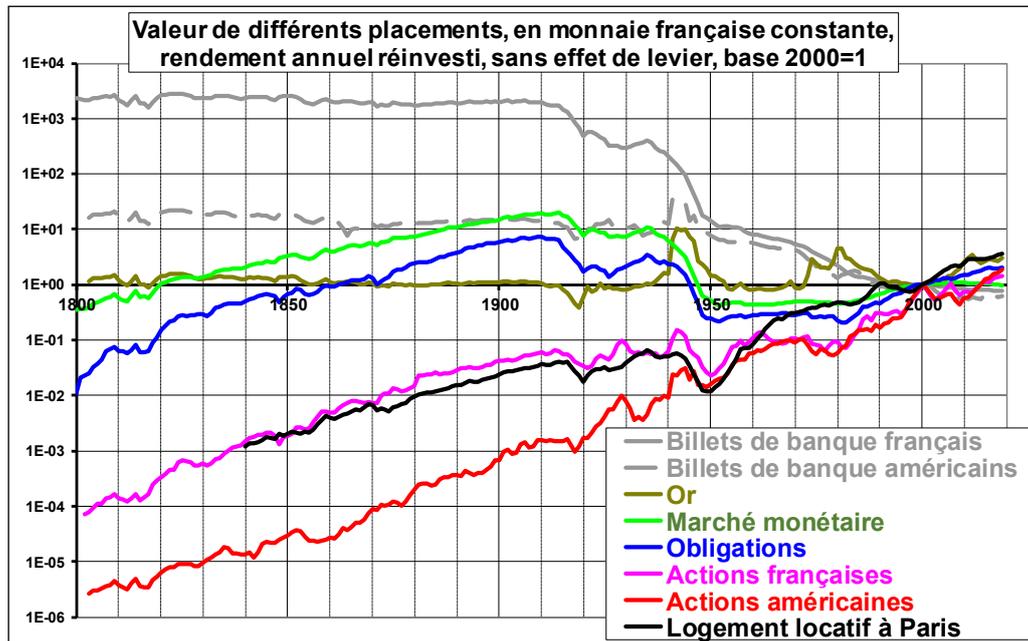
---

<sup>19</sup> D'après « L'art de placer et gérer sa fortune », P. Leroy-Beaulieu, 1906 : « Le revenu brut moyen à Paris serait de 6,36% (de 5,13% dans le XVIe arrdt à 7,76% dans le XXe arrdt) », dont il faut déduire 33% de charges.

<sup>20</sup> Ces divergences peuvent provenir de différences de périmètre (notamment selon que les frais de grosses réparations sont inclus ou non), de la comptabilisation dans le rendement en capital de la dévalorisation progressive des biens neufs par rapport aux biens anciens, du niveau des loyers (les charges sont plus faibles, en proportion des loyers, dans les localisations où ces derniers sont élevés) mais aussi du montant semble-t-il très variable des frais de gestion locative.

<sup>21</sup> Source : CGEDD d'après bases notariales.

**Graphique 18 : valeur de différents placements, monnaie française constante, base 2000=1, 1800-2020**



Source: CGEDD d'après Arbulu, Euronext, Vaslin, Loutchitch, Ixis, Banque de France, ECB, bases notariales, indices Notaires-INSEE, Duon, INSEE, Schwert, Shiller, S&P, World Gold Council, Officer. Valeurs et méthode de construction des séries téléchargeables sur [http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/xls/valeur-immobilier-1800-2015\\_cle2a7a51.xls](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/xls/valeur-immobilier-1800-2015_cle2a7a51.xls)

La dévalorisation en monnaie constante des placements en billets de banque reflète l'inflation des prix à la consommation, couplée dans le cas du placement en dollars avec la dévalorisation de la monnaie française par rapport à la monnaie américaine d'un facteur environ 100 sur la période considérée.

L'or a conservé son pouvoir d'achat pendant les deux derniers siècles, hormis quelques périodes exceptionnelles à l'issue desquelles il est revenu vers la parité de pouvoir d'achat.

Les placements à revenu fixe, dont la valeur est sensible à l'inflation non anticipée, ont présenté des rendements significatifs et une volatilité faible avant 1914, mais ont ensuite perdu la plus grande partie de leur valeur en monnaie constante jusqu'en 1950. De 1950 à 1980, ils ont à peine maintenu leur valeur en monnaie constante. Ce n'est que depuis les années 1980 que ces placements ont procuré un rendement net d'inflation nettement et régulièrement positif.

Le placement en actions américaines, même considéré en monnaie française, a procuré sur les deux derniers siècles un rendement net d'inflation nettement positif (6,6%<sup>22</sup>), et ce de manière très régulière hormis ses fluctuations autour d'une tendance longue dont il ne s'est presque jamais écarté de plus qu'un facteur 2.

Le placement en actions françaises a procuré le même rendement, hormis pendant les deux guerres mondiales et leur après-guerre, de 1914 à 1965, période pendant laquelle sa valeur a été divisée par un facteur de l'ordre de 100 par rapport à celle d'un investissement en actions américaines. Ce facteur 100 est voisin de la dévalorisation de la monnaie française par rapport à la monnaie américaine.

<sup>22</sup> Cf. «Stocks for the Long Run», Jeremy Siegel, Mc Graw Hill, 2002. La décimale fait l'objet de discussions entre experts.

## Pièce jointe n° II

Le placement en logement à Paris a été profondément dévalorisé par la conjonction des contrôles des loyers et d'une forte inflation pendant la Première et la Deuxième Guerres Mondiales. Néanmoins, malgré cela, il a procuré de 1914 à 1965 un rendement supérieur à l'inflation, plus élevé que celui du placement obligataire et du placement en or mais voisin de celui du placement en actions. Durant cette période très particulière et sans doute non extrapolable, le placement en logement, malgré les vicissitudes qu'il a subies, aurait donc fait la preuve de la « *valeur refuge* » à long terme qui lui est souvent attribuée comparativement aux placements financiers.

De 1965 à 1985, le placement en logement à Paris a procuré un rendement net d'inflation régulier. Sa valeur a ensuite augmenté fortement à la fin des années 1980, est retombée pendant les années 1990 puis s'est envolée de 2000 à 2008, sous l'effet de variations analogues du prix des logements.

### 2.1.2. Historiquement, le couple rendement-volatilité du placement en logement ressort intermédiaire entre ceux des placements en obligations et en actions

Le rendement étant en principe la contrepartie du risque, tous deux doivent être considérés conjointement. Néanmoins, le risque est une notion à multiples facettes. Nous nous limitons ici à la volatilité des rendements, mesurée par leur écart type. Les autres composantes du risque sont examinées plus loin au § 2.3.

Idéalement, il faudrait utiliser la volatilité des rendements mesurée sur un intervalle de temps égal à l'horizon de temps de l'investisseur. Par exemple, pour un horizon de temps de 10 ans (ce qui n'est pas long pour un investissement immobilier), il faudrait mesurer la volatilité des rendements à 10 ans. Pour obtenir des résultats statistiquement significatifs, il faut un nombre minimal d'intervalles. Pour en avoir 10 (ce que de nombreux statisticiens considéreraient comme insuffisant, préférant un effectif de 30), il faut une période de 100 ans. Or les 100 dernières années incluent la période 1914-1965, qui inclut les deux guerres mondiales et ne peut donc être incluse dans une analyse visant à anticiper le futur, du moins en France. A défaut, nous considérons des intervalles de 5 ans.

#### 2.1.2.1. Couples rendement-volatilité passés

En raison des deux guerres mondiales, les deux derniers siècles doivent être divisés en trois parties. La première année charnière est évidemment 1914. Pour la seconde, nous avons choisi 1965, car c'est en cette année que les placements en logement et en actions françaises ont retrouvé une régularité à long terme.

Les Graphiques 19 indiquent les couples rendement-volatilité de divers placements sur les périodes 1840-1914, 1914-1965 et 1965-2020.

Pendant une période donnée, les hiérarchies des rendements et des volatilités sont grossièrement parallèles, ce qui suggère que les différents marchés pourraient être arbitrés, d'une manière ou d'une autre, sur le long terme. Les exceptions à cette règle peuvent être expliquées assez facilement ;

- ◆ **Pendant la période 1840-1914**, la volatilité élevée du placement en obligations et du placement en actions françaises, par rapport à celle du placement en logement, peut être expliquée par des facteurs techniques ;
  - les séries pour les obligations et les actions ont été construites à partir de séries mensuelles, chaque mois ayant le même poids ;

## Pièce jointe n° II

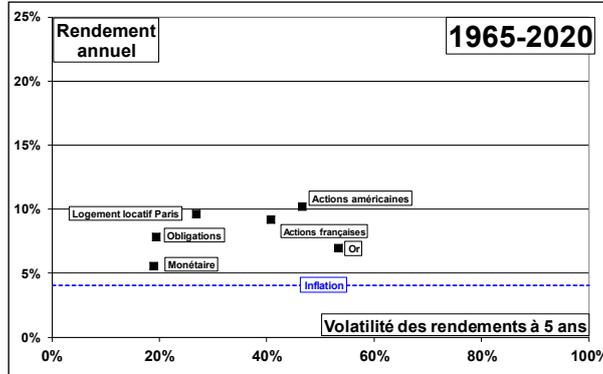
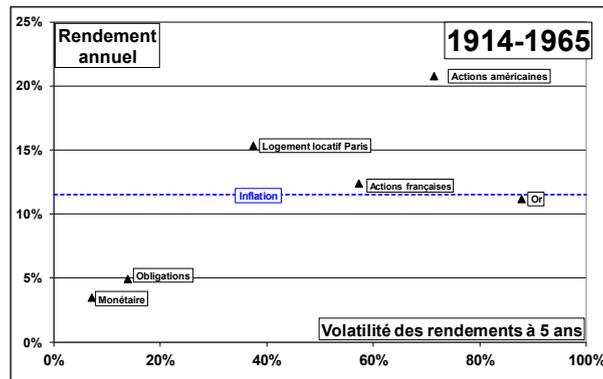
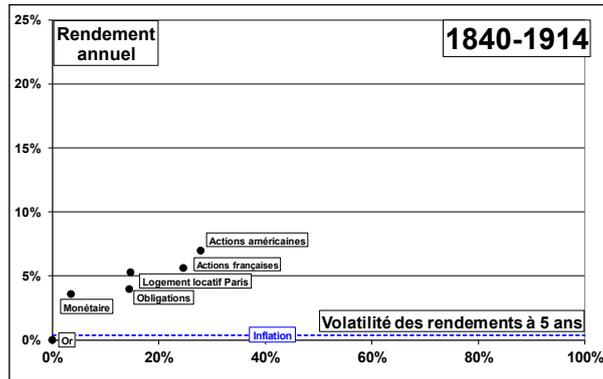
- alors que la série relative au placement en logement accorde de facto à chaque mois un poids proportionnel au montant de transactions (qui s'effondrait en temps de crise), ce qui minore la volatilité ;
- ◆ **Pendant la période 1914-1965**, les exceptions à la règle seraient réduites, voire disparaîtraient, si les composantes du risque autres que la volatilité étaient prise en compte ;
  - le risque du placement en logement incluait non seulement le risque de prix mais aussi un risque de liquidité très élevé : pendant la plus grande partie de cette période, les frais de transactions étaient très élevés, la réglementation des baux rendait très difficile voire impossible l'expulsion de locataires en impayés de loyer, les logements occupés étaient vendus à un prix très inférieur à celui des logements vacants, les changements fréquents de la réglementation des baux constituaient un facteur de risque en soi ;
  - *a contrario*, le risque d'un placement en or apparaîtrait moins élevé que ce que suggère sa volatilité, qui résulte pour l'essentiel de la période de l'Occupation, si l'on prenait en compte la valeur refuge, élevée et même parfois salvatrice en une période si troublée, de cet actif liquide, dissimulable, divisible et universellement accepté en paiement ;
- ◆ **Pendant la période 1965-2020**, le faible rendement du placement en actions, par comparaison avec le placement en logement, résulte principalement des deux extrémités de la période : par rapport à leur tendance longue respective ;
  - en 1965 le prix des actions était élevé alors que celui des logements était normal ;
  - au contraire, en 2020, le prix des logements était élevé alors que celui des actions était peu différent.

Pendant cette période, l'or constitue une exception, puisque sa très forte volatilité n'est pas compensée par un rendement élevé. Cela ne peut pas être expliqué, en France, par des troubles conférant à sa valeur refuge une importance particulière. Il est vrai que son marché est international.

NB : le placement en logement est considéré hors effet de levier (cf. § 2.1.3 ).

## Pièce jointe n° II

**Graphiques 19 : rendement et volatilité de différents placements, 1840-2020**



*Source : CGEDD d'après Arbulu, Euronext, Vaslin, Loutchitch, Ixis, Banque de France, ECB, bases notariales, indices Notaires-INSEE, Duon, INSEE, Schwert, Shiller, S&P, World Gold Council, Officer. Valeurs et méthode de construction des séries téléchargeables sur [http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/xls/valeur-immobilier-1800-2015\\_cle2a7a51.xls](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/xls/valeur-immobilier-1800-2015_cle2a7a51.xls).*

### 2.1.2.2. Couples rendement-volatilité tendanciels

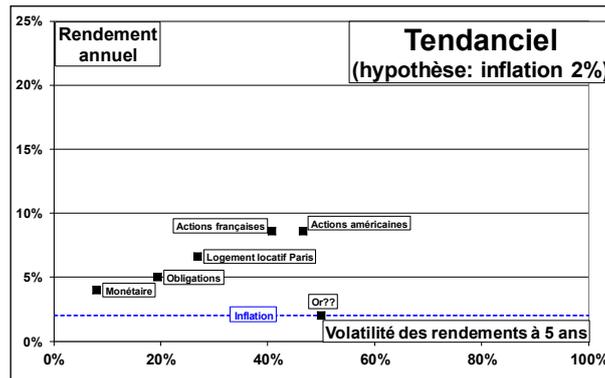
Pour expurger les anomalies temporaires mentionnées ci-dessus, des rendements et des volatilités « tendanciels » (cf. Graphique 20) peuvent être calculés de la manière suivante :

- ◆ Inflation : +2% par an (on suppose donc que la Banque Centrale Européenne remplira, sur le long terme, son objectif d'une inflation légèrement inférieure à 2%, arrondi à 2%) ;
- ◆ rendement annuel des placements :
  - or : inflation + 0% ;

## Pièce jointe n° II

- placement à revenu fixe (le 19<sup>ème</sup> siècle est utilisé comme référence car il présente un environnement monétaire stable semblable à celui que l'Euro devrait apporter) ;
  - à court terme (marché monétaire) : inflation + 2% par an ;
  - à long terme (obligations) : inflation + 3% par an ;
- placement en logement (sans « effet de levier ») à Paris : inflation + 4,6% par an ;
- placements en actions françaises et américaines : inflation + 6,6% par an ;
- ◆ volatilité des rendements à 5 ans ;
  - placement en or : l'estimation est problématique, puisque d'une part on n'anticipe pas de répétition de retour au statut monétaire passé de l'or et des troubles qui ont accompagné sa fin en 1971 et d'autre part on hésite à faire l'hypothèse que son couple rendement-volatilité va devenir cohérent avec celui des autres actifs ;
  - placements à revenu fixe à court et long terme: volatilités plus faibles que celles observées sur 1965-2020<sup>23</sup>, choisies pour procurer des couples rendement-volatilité cohérents avec ceux des placements en logement et en actions françaises ;
  - placement en actions françaises et en actions américaines et en logement, sans « effet de levier », à Paris : volatilités observées sur la période 1965-2008.

**Graphique 20 : rendement et volatilité, valeurs « tendanciels »**



Source : CGEDD.

Sur ce graphique, les actions américaines procurent le même rendement que les actions françaises, mais une volatilité plus élevée (du fait du risque de change). Elles peuvent néanmoins être attractives pour l'investisseur français en raison de leur pouvoir diversificateur.

Actuellement, en raison des taux d'intérêt très bas, les rendements des divers actifs sont très inférieurs à ces rendements « tendanciels », même nets de l'inflation qui est elle-même très inférieure à l'hypothèse de 2% retenue.

<sup>23</sup> Car il n'est pas anticipé de répétition de l'inflation élevée des années 1975-1985 et de ses effets sur les taux d'intérêt.

### 2.1.3. L'effet de levier peut rapprocher le couple rendement-volatilité du placement en logement de celui du placement en actions

D'une manière générale, le placement en logement apparaît intermédiaire, en termes de rendement et de volatilité, entre les placements en obligations et en actions. Cela résulte entre autres de ce que ces placements sont considérés hors tout « effet de levier » (cf. graphiques 19 et graphique 20).

En finançant un placement par un emprunt dont le taux d'intérêt est inférieur à l'espérance de rendement (avant emprunt) du placement, on augmente son espérance de rendement mais également sa volatilité. Cet « effet de levier », appliqué au placement en logement, le déplace vers la droite et vers le haut sur les graphiques 19 et sur le graphique 20 et le rapproche ainsi du placement en actions<sup>24</sup>.

Une caractéristique du placement en logement est qu'il est souvent financé partiellement par emprunt. Pour un particulier, cet actif est le seul qui permette de faire jouer l'« effet de levier », et il est fréquent que l'emprunt finance 90% de l'achat<sup>25</sup>. Pour un investisseur institutionnel qui détient par ailleurs un portefeuille d'obligations, le recours à l'effet de levier peut être moins intéressant.

Les achats d'actions<sup>26</sup> ne sont généralement pas financés par emprunt, mais les actions elles-mêmes bénéficient d'un effet de levier intrinsèque, puisque les entreprises se financent en partie par emprunt. Ainsi, d'une manière générale, les placements en logement et en actions recourent tous deux à l'effet de levier, mais à des niveaux de propriété différents.

### 2.1.4. Pouvoir diversificateur

Pour calculer des corrélations historiques susceptibles d'être représentatives du futur, il ne présente pas d'intérêt de remonter avant 1965, année avant laquelle le prix des logements était encore influencé par la sortie du contrôle des loyers. La période 1965-2020, soit 55 ans, contient trop peu d'intervalles de 10 années pour permettre le calcul de corrélations sur cet horizon. De ce fait, le choix a été fait de se limiter à des corrélations sur 5 ans et 8 ans, malgré leur relative brièveté.

A défaut de série de la valeur d'un placement locatif sur l'ensemble de la France, nous utilisons la série du prix des logements sur l'ensemble de la France.

La faiblesse des coefficients de corrélation R (cf. tableau 3) atteste que, sur des horizons de temps de 5 à 8 ans, le placement en logement a fourni une excellente diversification par rapport aux placements en actions et en obligations pendant les 55 dernières années.

---

<sup>24</sup> Néanmoins, pour une volatilité (écart type des rendements) donnée, les deux placements (logement avec effet de levier et actions sans effet de levier) présentent des profils de risque très différents, ne serait-ce que parce que la valeur nette d'un placement en logement avec effet de levier peut devenir négative, alors que celle d'un placement en actions sans effet de levier est toujours positive.

<sup>25</sup> Il en finance en moyenne 60% (source : comparaison des montants de prêts publiés par la Banque de France et du montant des achats estimé par le CGEDD à partir des bases notariales redressées par le produit des droits de mutation communiqué par la DGFIP); cette proportion est supérieure à 80% si l'on exclut les achats de résidences principales financés par la revente de la résidence principale précédente (source : enquêtes logement de l'Insee).

<sup>26</sup> À long terme. Les achats à court terme par des opérateurs financiers sont souvent financés par emprunt, mais cela ne concerne que marginalement les particuliers.

## Pièce jointe n° II

**Tableau 3 : corrélation des rendements à 5 ans et à 8 ans, période 1965-2020**

Coefficient de corrélation R	Placement en actions	Placement en obligations
<b>Rendements à 5 ans</b>		
Placement en logement à Paris	0,04	0,01
Prix des logements à Paris	0,02	0,00
Prix des logements en France	-0,07	-0,07
<b>Rendements à 8 ans</b>		
Placement en logement à Paris	0,12	0,11
Prix des logements à Paris	0,12	0,11
Prix des logements en France	0,00	0,02

*Source : CGEDD d'après Arbulu, Euronext, Vaslin, Loutchitch, Banque de France, bases notariales, indices Notaires-INSEE, Duon, INSEE. Valeurs et méthode de construction des séries téléchargeables sur [http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/xls/valeur-immobilier-1800-2015\\_cle2a7a51.xls](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/xls/valeur-immobilier-1800-2015_cle2a7a51.xls).*

Dans le cas des actions, cette faible corrélation est conforme à l'intuition : les prix des deux placements sont faits par des acteurs différents et selon des optimisations généralement différentes, et la vente d'actions ne finance qu'une faible part des achats de logements.

Dans le cas des obligations, elle l'est moins : puisqu'environ 60% du montant des achats de logements est financé par emprunt, on s'attendrait à une forte corrélation du prix des logements avec les taux d'intérêt et donc avec le prix du placement obligataire. La faible corrélation conforte par contre le discours habituel sur le pouvoir diversificateur réciproque du placement en logement et du placement obligataire<sup>27</sup>.

Sur des échelles de temps plus longues, il convient d'être prudent.

Un pouvoir diversificateur du placement en logement par rapport au placement obligataire est apparu clairement lors de la période de taux d'intérêt élevés 1975-1990 : alors que le prix des obligations s'était effondré, celui des logements a continué à croître approximativement comme le revenu par ménage (et même beaucoup plus rapidement, à la fin des années 1980, en Ile-de-France et dans quelques zones de province). Ensuite, pendant la décennie 1990, le prix des obligations a augmenté (puisque les taux d'intérêt ont diminué) alors que le prix des logements restait stable (ou diminuait là où il avait fortement augmenté à la fin des années 1980).

Néanmoins, la diminution à des niveaux historiquement bas des taux d'intérêt observée depuis le krach des « subprimes » a revalorisé le placement en logement comme les obligations et probablement les actions<sup>28</sup>. Cette causalité commune devrait de même les dévaloriser lorsque les taux d'intérêt remonteront et ainsi créer une corrélation, au moins temporaire, entre les rendements de ces placements.

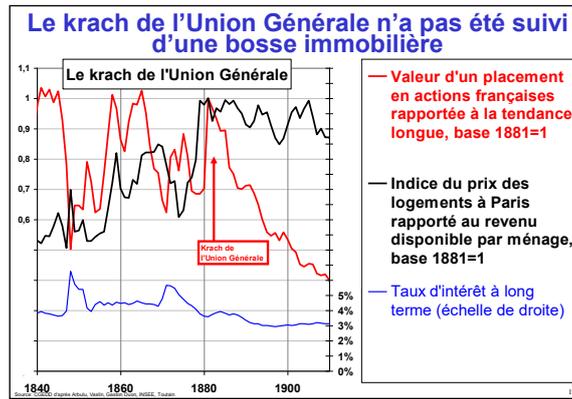
Enfin, les krachs boursiers ont souvent été suivis d'envolées du prix des logements. Ce n'a pas été le cas du krach de l'Union Générale (cf. graphique 21), mais a été observé après les krachs de 1929 (cf. graphique 22), le « flash-krach » de 1987 et les krachs des « nouvelles technologies » puis des « subprimes » (cf. graphique 23). Cela semble indiquer que le logement a bien la « valeur refuge » qui lui est souvent attribuée.

<sup>27</sup> Le discours habituel sur le prix des logements est incohérent, puisqu'il réunit deux assertions contradictoires : d'une part un fort pouvoir diversificateur du placement en logement par rapport aux placements financiers (donc en particulier par rapport au placement obligataire), et d'autre part une corrélation élevée (négative) du prix des logements avec les taux d'intérêt. À court terme, l'examen des séries temporelles depuis 1965 valide la première de ces assertions et invalide la seconde.

<sup>28</sup> Seul le niveau très faible des taux d'intérêt semble pouvoir expliquer les ratios cours sur bénéfices actuels des actions.

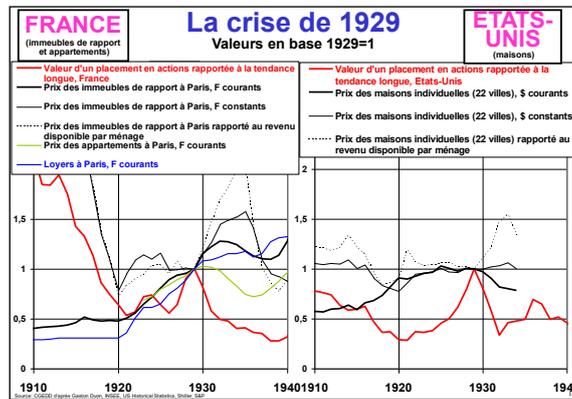
Pièce jointe n° II

Graphique 21 : le krach de l'Union Générale



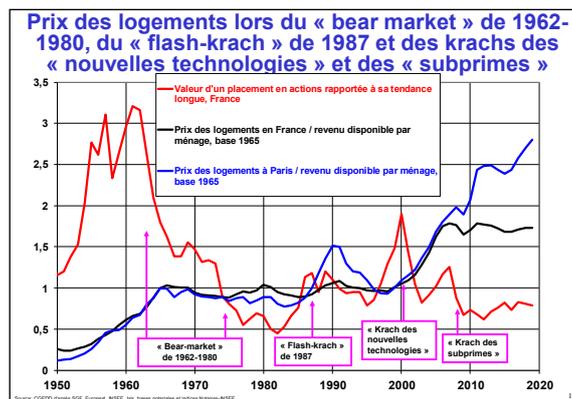
Source : CGEDD d'après Arbulu, Vaslin, Gaston Duon Insee. La « tendance longue » de la valeur placements en actions est de 6,6% en sus de l'inflation.

Graphique 22 : le krach boursier de 1929



Source : CGEDD d'après Gaston Duon, Insee, US Historical Studies, Robert Shiller, S&P. La « tendance longue » de la valeur placements en actions est de 6,6% en sus de l'inflation.

Graphique 23 : les krachs boursiers de 1987, 2001 et 2008



Source : CGEDD d'après SGF, Euronext, Insee, bases notariales et indices Notaires-Insee. La « tendance longue » de la valeur placements en actions est de 6,6% en sus de l'inflation.

## 2.2. Des travaux portant sur des périodes plus récentes confortent ce résultat

La nécessité de disposer de séries de long terme et la présence d'évènements (tels que les deux guerres mondiales et leur immédiat après-guerre) dont on peut difficilement anticiper la répétition réduisent la bibliographie disponible pour caractériser le placement immobilier, placement à long terme par excellence.

(Marignan, 2020)<sup>29</sup> examine la performance comparée de 1979 à 2019, soit sur 40 ans, de divers placements, parmi lesquels, contrairement au § 2.1 ci-dessus, l'immobilier d'entreprise (bureaux, commerces et logistique) détenu en direct et les sociétés foncières cotées, les SCPI et les OPCI. Il conclut : « *En toute logique, en termes de couple rendement-risque, l'immobilier se positionne donc à mi-chemin entre les actions d'une part et les obligations d'autre part* ».

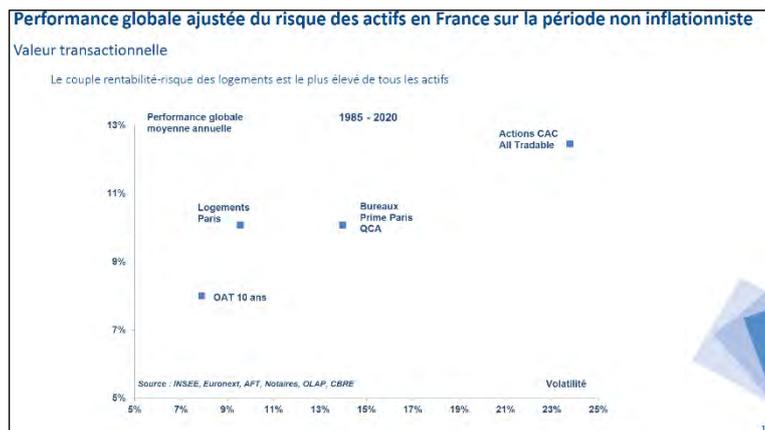
**Graphique 24 : couples performance - volatilité de divers placements sur 15, 30 et 40 ans**



Source : (Marignan, 2020).

(Schoeffler, 2020)<sup>30</sup> aboutit à une conclusion voisine.

**Graphique 25 : couple rendement - risque de divers actifs de 1985 à 2020**



Source : (Schoeffler, 2020).

NB : ces deux études retiennent des charges supportées par le propriétaire égales à 25% du loyer, pourcentage estimé à partir des comptes de sociétés foncières.

<sup>29</sup> « 40 ans de performances comparées 1979-2019 », édition 2020 de l'étude IEIF sur les placements de longue période, étude réalisée par Charles-Henri de Marignan et coordonnée par Stéphanie Galiègue, Institut de l'épargne immobilière et foncière, 2020.

<sup>30</sup> « LAB immobilier résidentiel, quelle allocation des investisseurs vers le résidentiel? Quelles stratégies? La classe d'actif Logement dans l'allocation stratégique », Pierre Schoeffler, IEIF, 2020.

Ces deux études font en outre état d'un pouvoir diversificateur du placement en logement par rapport aux placements en actions et en obligations.

(Beaubrun-Diant & Maury, 2019)<sup>31</sup> conclut par ailleurs que, compte tenu de son profil rendement -volatilité et son pouvoir diversificateur, le placement en logement devrait être davantage représenté qu'il ne l'est dans le portefeuille des investisseurs institutionnels.

C'est donc dans d'autres caractéristiques que le couple rendement-volatilité qu'il faut rechercher le désintérêt des investisseurs institutionnels pour le placement en logement à partir des années 1990.

### **2.3. Par rapport à ses concurrents, le placement en logement des investisseurs institutionnels présente des coûts et risques spécifiques**

L'investissement des investisseurs institutionnels dans l'immobilier résidentiel est en concurrence non seulement avec leurs investissements dans d'autres actifs, dont l'immobilier d'entreprise, mais aussi avec l'investissement résidentiel des particuliers, qui apprécient différemment le rendement et le risque du placement, et donc le valorisent différemment.

#### **2.3.1. Le marché des immeubles entiers ou des blocs d'appartements constitue un marché peu profond dont seule la construction neuve peut compenser l'assèchement continu engendré par la vente à la découpe aux particuliers**

##### **2.3.1.1. La concurrence des acheteurs particuliers a fragmenté irréversiblement les immeubles entiers ou blocs d'appartements**

Parmi les différents placements des investisseurs personnes morales, le logement détenu en direct est le seul d'un montant significatif sur lequel ils soient en concurrence avec les particuliers<sup>32</sup>.

Ces derniers peuvent lui reconnaître une valeur d'usage immédiate (comme propriétaires occupants) ou potentielle, celle de la production du service logement que tout individu consomme nécessairement. Ils supportent des coûts différents :

- ◆ une fiscalité de droit commun différente (notamment l'exonération des plus-values sur les résidences principales), et des niches fiscales spécifiques ;
- ◆ dans le neuf, une capacité de négociation moindre avec les vendeurs, puisqu'ils achètent à l'unité ;
- ◆ lorsque le logement est loué, une gestion locative largement autoproduite, qui constitue alors un « coût masqué », alors que les investisseurs personnes morales la sous-traitent (elle leur est alors facturée) ou bien, s'ils l'effectuent eux-mêmes, en reconnaissent le coût comptablement.

Le logement constitue par ailleurs le seul actif par lequel des particuliers peuvent recourir à l'effet de levier pour se constituer un capital, et ils y recourent largement, alors que son intérêt est moindre pour un investisseur institutionnel qui par ailleurs détient des portefeuilles obligataires.

---

<sup>31</sup> Kevin Beaubrun-Diant, Tristant-Pierre Maury ; « Les investisseurs institutionnels doivent-ils revenir vers le logement? », avril 2019, Edhec Business School.

<sup>32</sup> La plupart des particuliers ne détiennent des montants significatifs de valeurs mobilières que par l'intermédiaire d'investisseurs institutionnels.

## Pièce jointe n° II

L'appréciation du rendement en capital par les particuliers est différente : la question de la reconnaissance comptable des plus-values latentes ne se pose pas pour eux et, pour un propriétaire occupant, le prix de revente importe moins que pour un investisseur, ce qui réduit le poids du risque de prix dans les critères de décision.

Enfin, les particuliers apprécient les autres risques différemment :

- ◆ ils ne sont pas soumis à la réglementation prudentielle ;
- ◆ ils n'ont pas de risque de réputation ;
- ◆ ils accordent peu d'importance au pouvoir diversificateur par rapport aux actions et à l'immobilier d'entreprise puisque la plupart d'entre eux ne détiennent pas ces actifs en ou détiennent un faible montant, le placement concurrent étant pour eux l'assurance-vie assise surtout sur les obligations ;
- ◆ détenant peu de logements, ils peuvent difficilement diversifier géographiquement leur actif immobilier<sup>33</sup> ;
- ◆ au titre de la préparation de la retraite, ils peuvent attacher une importance particulière à la régularité des revenus d'un investissement locatif, le risque en capital étant supporté surtout par leurs héritiers (sauf revente pour financer une fin de vie en EHPAD par exemple).

L'ensemble de ces différences engendre un processus de prix différent, et donc des opportunités d'arbitrage pour les investisseurs institutionnels. En général les ménages sont prêts à payer un logement plus cher qu'un investisseur personne morale, ce qui explique qu'un immeuble de logements anciens est vendu plus cher « à la découpe » (généralement à des personnes physiques) qu'entier (généralement à des personnes morales).

Il en résulte une fragmentation progressive des immeubles entiers. Ce processus est presque irréversible : acheter à l'unité tous les appartements d'un immeuble est chronophage, aboutit à un actif dont le prix est inférieur à la somme des prix d'achat, et ne présente d'intérêt pour l'investisseur que dans le cas d'immeubles dégradés qui peuvent être fortement revalorisés par des travaux lourds que les copropriétaires n'entreprenaient pas, suite à des désaccords ou à une insuffisance de moyens financiers.

L'âge d'or Haussmannien des investisseurs institutionnels a d'ailleurs eu lieu à une époque où la revente à la découpe était inconnue: l'achat d'appartements à l'unité n'était pas possible avant la première guerre mondiale, et peu fréquent avant la deuxième guerre mondiale. En 1944, seuls 3% des Parisiens étaient propriétaires de leur logement<sup>34</sup>.

La possibilité d'une revente à la découpe est intégrée au prix que l'investisseur institutionnel est prêt à payer. Si la collectivité souhaite encourager la reconstitution d'un parc détenu sur longue durée par les investisseurs institutionnels, interdire la revente à la découpe serait contre-productif : cela réduirait le prix qu'ils seraient prêts à payer et contribuerait donc à leur exclusion du marché par des particuliers qui offriraient un prix inchangé.

Cet assèchement par vente à la découpe a presque atteint son terme, puisque les investisseurs institutionnels ne détiennent plus qu'une fraction marginale du parc résidentiel. Il n'y a donc pas, non plus, de marché des immeubles résidentiels existants comme il en existe, par exemple, en immobilier de bureaux.

---

<sup>33</sup> Hormis éventuellement la diversification géographique d'un investissement locatif ou d'une résidence secondaire par rapport à la résidence principale.

<sup>34</sup> "Document sur le problème du logement", Gaston Duon, 1946, Etudes Economiques, n°1. Dès 1996, 40% des parisiens étaient propriétaires de leur logement, ce qui illustre que la vente par appartements a commencé bien avant les années 1990.

## Pièce jointe n° II

À la frontière du marché du logement, celui des résidences avec services (résidences étudiantes, résidences seniors, etc.) n'est pas soumis à la concurrence de la vente à l'unité en détention directe aux particuliers. C'est sans doute ce qui explique que les investisseurs institutionnels y sont toujours investis, conjointement avec la facilité qu'offre la relation contractuelle avec un interlocuteur unique (le gestionnaire), et non un grand nombre de locataires.

### **2.3.1.2. Le marché des immeubles ou blocs d'appartements neufs est par nature peu profond**

S'asséchant petit à petit via les ventes à la découpe, le parc détenu par les institutionnels ne peut accroître ou simplement maintenir son effectif que par des achats dans le neuf, par immeuble entier ou du moins en bloc.

Sur le marché du neuf, où l'achat en bloc est possible, contrairement au marché de l'ancien sauf exception, le prix offert par les institutionnels aux promoteurs peut être concurrentiel par rapport à celui offert à l'unité par les particuliers parce qu'un achat en bloc réduit les frais de commercialisation du vendeur et, par effet d'échelle, renforce le pouvoir de négociation de l'acheteur. Cela devrait être d'autant plus vrai à l'avenir que les aides fiscales à l'investissement locatif des particuliers sont appelées à se réduire.

Néanmoins, ce marché est par nature peu profond :

- ♦ il est constitué d'un grand nombre d'opérations, réalisées par de multiples promoteurs, réparties sur l'ensemble de la France, sans marché organisé et d'un montant unitaire de quelques millions ou au plus dizaines de millions d'euros<sup>35</sup>, ce qui est très inférieur aux montants unitaires investis par les investisseurs institutionnels sur les marchés des obligations et des actions mais aussi de l'immobilier d'entreprise, d'où des coûts d'analyse élevés en proportion des montants investis ;
- ♦ une partie des logements des opérations sont souvent des logements sociaux, ce qui réduit le nombre des logements de marché et augmente leur prix de vente (les aides dont bénéficie la construction des logements sociaux ne suffisant pas à abaisser leur loyer au plafond réglementaire, les logements de marché subventionnent de fait les logements sociaux), et in fine diminue le rendement locatif.

### **2.3.2. Le risque de liquidité est plus élevé que pour d'autres actifs**

À l'achat, la faible profondeur du marché crée un risque de liquidité : un investisseur institutionnel peut investir quelques centaines de millions d'euros instantanément en obligations et en actions, mais il lui faudra plusieurs mois pour le faire en résidentiel, et ce au risque de faire monter les prix et moyennant des frais d'analyse élevés.

À la vente, les ventes à la découpe sont encadrées ; si un logement vide trouve facilement preneur, il est plus difficile de vendre un logement occupé ; pendant la période de transition, la coexistence de l'investisseur et des nouveaux copropriétaires peut être délicate. Une vente en bloc, généralement à un autre investisseur, est également possible, mais comme on l'a mentionné le prix est alors plus faible, et le délai de plusieurs mois. Le risque institutionnel (notamment par préemption) n'est pas négligeable.

---

<sup>35</sup> Par exemple, le montant moyen des opérations de construction de logement intermédiaires (LLI) agréées depuis la création du dispositif en 2014 est de 6 millions d'euros ; 90% d'entre elles sont d'un montant inférieur à 12 millions d'euros.

## Pièce jointe n° II

Par ailleurs, en bloc comme à l'unité, la vente de logements est soumise aux droits de mutation (5,7 % dans la plupart des départements), auxquels s'ajoutent des frais divers. Ces frais sont payés par l'acheteur mais réduisent d'autant le prix qu'il peut offrir. Ils ne sont supportables que par un investissement sur le long terme. L'immobilier d'entreprise est soumis aux mêmes droits, et les ventes de sociétés à prépondérance immobilière sont soumises à des droits d'un montant voisin, mais les frais supportés par les investissements en obligations et actions sont marginaux.

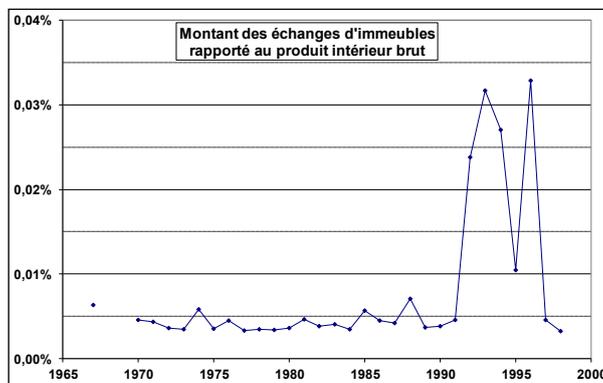
Ce risque de liquidité entraîne que l'investissement immobilier ne s'entend qu'à long terme, hormis le cas très particulier des sociétés immobilières cotées liquides, dont le profil de risque est différent, et dont la capitalisation est faible par comparaison au montant total des actifs immobiliers, a fortiori en résidentiel.

### 2.3.3. L'illiquidité fait obstacle à la reconnaissance des plus-values

D'une manière générale, les moins-values latentes sont reconnues comptablement mais les plus-values latentes ne le sont que lorsqu'elles sont réalisées. Sur des marchés très liquides il est toujours possible de les réaliser, pour un coût faible. L'illiquidité du marché immobilier constitue ici un obstacle.

Ainsi, lors de la baisse des prix des années 1990, pour dégager des plus-values immobilières contrebalançant dans leurs comptes les pertes causées par la dévalorisation de leurs immeubles achetés à la fin des années 1980 (il s'agissait surtout d'immobilier d'entreprise), les investisseurs institutionnels ont échangé entre eux des immeubles achetés longtemps auparavant (cf. Graphique 26), ce qui leur a permis de reconnaître des plus-values. Cette pratique leur a permis de contourner l'illiquidité du marché mais était coûteuse en droits de mutation et en autres frais.

**Graphique 26 : montant des échanges d'immeubles rapporté au produit intérieur brut**



Source : CGEDD d'après DGFIP. Hors immeubles vendus en société.

A contrario, un acteur auditionné a signalé que la possibilité de choisir le moment où les plus-values latentes sont reconnues permet de lisser les résultats d'un groupe diversifié.

#### **2.3.4. Le risque institutionnel est indéniable mais n'est pas spécifique au secteur ou à la France**

La réglementation des rapports entre bailleurs et locataires, et notamment celle du montant du loyer et du traitement des impayés de loyer<sup>36</sup>, crée un risque moins par son existence que par sa volatilité : une règle anticipée au moment de l'acquisition est prise en compte dans le prix d'achat.

La mémoire de la dévalorisation, en monnaie constante, du parc immobilier causée par la réglementation des loyers à partir de la première guerre mondiale en période de forte inflation reste vivace. La perception que la réglementation est biaisée au détriment des propriétaires et au bénéfice des locataires a fréquemment été évoquée par les investisseurs institutionnels rencontrés.

Néanmoins, en période de faible inflation, le montant du risque relatif à la revalorisation du loyer est également faible. Par ailleurs, en Allemagne, la réglementation est globalement plus favorable au locataire<sup>37</sup>, et pourtant elle n'empêche pas la détention par les investisseurs institutionnels d'un parc résidentiel considérable.

Ce risque institutionnel est réel par rapport à l'immobilier d'entreprise, moins sujet à la réglementation des rapports entre bailleur et locataire. Il l'est moins par rapport aux investissements dans d'autres secteurs d'activité très dépendants des commandes publiques comme la défense, ou des réglementations (par exemples environnementales) comme l'énergie ou l'automobile. Le marché obligataire est lui aussi très sensible à des décisions publiques (notamment la politique des banques centrales et la politique budgétaire). Le risque de fluctuation de la fiscalité, quant à lui, n'est pas, propre au secteur du logement.

#### **2.3.5. Les contraintes prudentielles appliquées à l'immobilier résidentiel français semblent inadaptées**

La réglementation prudentielle « Solvency II » semble inadaptée au cas de l'immobilier résidentiel français, ce qui n'incite pas les compagnies d'assurance et mutuelles à investir. Nous ne développons pas ici ce sujet mentionné au § 3.1.1. du corps du rapport.

---

<sup>36</sup> Particulièrement long en France : « A défaut de trouver une solution alternative de relogement, les procédures s'enchaînent dans un véritable engrenage qui échappe aux propriétaires. Lorsque leurs locataires ont recours à la commission de surendettement, il y a de forts risques que les plans d'apurement ou de redressement leur fassent connaître in fine des pertes de loyers, sans pour autant pouvoir disposer de leur bien pour le remettre à la location. Lorsque les procédures en recouvrement d'impayés s'achèvent vers l'expulsion locative, il faut compter de longs mois pour obtenir la libération des lieux, ce que les propriétaires attendent le plus. Suivant une procédure dite « classique », le respect des délais conjugués représente souvent plus de deux ans contre 4 à 6 mois en Grande Bretagne, moins de six mois en Suède et un an en Allemagne », page 56 du rapport du député Nicolas Démoulin « Prévenir les expulsions locatives tout en protégeant les propriétaires et anticiper les conséquences de la crise sanitaire », décembre 2020.

<sup>37</sup> S'agissant par exemple, du droit au maintien dans les lieux sauf exception, et de la possibilité d'encadrement des loyers.

### **2.3.6. Les caractéristiques propres à un actif dont le consommateur final est le particulier**

#### **2.3.6.1. La résilience d'un actif qui satisfait un besoin primaire**

La valeur des logements provient de leur capacité à satisfaire un besoin primaire des individus, le logement. Il en résulte une forte résilience en période de récession, tant en termes de vacance que de niveau des loyers, alors que notamment la demande l'immobilier d'entreprise fluctue au gré des aléas économiques.

Ainsi, dans le cas ponctuel très particulier de la crise sanitaire, le besoin en logement n'a pas varié, alors que la demande en locaux à finalité touristique (hôtellerie-restauration, certains locaux commerciaux) s'est effondrée.

De plus, s'agissant d'un besoin primaire, le risque d'obsolescence est moindre que dans d'autres secteurs soumis à un progrès technique rapide (cas des locaux commerciaux via l'e-commerce).

De manière plus anecdotique sans doute pour des investisseurs mus principalement par la recherche du rendement, le logement se prête davantage que d'autres à l'exercice de la responsabilité ESG.

En outre, le service logement produit par un immeuble d'habitation étant consommé par de nombreux locataires, le risque de vacance est lissé, et les délais de relocation sont plus courts que pour, par exemple, un immeuble de bureaux adapté à une grande entreprise.

Le lien étroit entre niveau des loyers et revenu par ménage, tant dans le temps que dans l'espace, assure enfin que sur le long terme l'actif résidentiel procurera un revenu indexé approximativement sur le revenu des locataires, ce qui présente un intérêt pour un investisseur recherchant dans le cadre de sa gestion actif-passif un flux de revenu indexé sur le revenu par ménage, ou au moins les prix à la consommation.

#### **2.3.6.2. Le risque de réputation**

La détention en direct d'un actif dont le consommateur final est le particulier comporte un risque de réputation en cas de contentieux avec ce dernier.

Le risque de réputation existe également dans les résidences avec services (pour étudiants, personnes âgées, etc.). Néanmoins, les investisseurs institutionnels ne s'en sont pas retirés. Le gestionnaire y fait sans doute davantage écran entre le propriétaire des locaux et l'occupant, que dans un immeuble résidentiel géré par un professionnel de la gestion locative.

Ce risque existe également dans le cas des biens de consommation, par exemple alimentaires, ou dans le cas de l'automobile. La qualité de ces biens produits en série étant mesurable, et mesurée plus finement que celle d'un logement, la résolution des conflits en est sans doute facilitée.

## **2.4. Prospective sur les couples rendement-risque du placement en logement et son attractivité pour les investisseurs institutionnels**

### **2.4.1. L'indice Insee des loyers devrait augmenter parallèlement au revenu par ménage ou à l'indice des prix à la consommation**

La stabilité de l'indice des loyers de l'Insee par rapport au revenu disponible par ménage observée depuis les années 1970 s'est accompagnée d'une surcroissance du loyer moyen par rapport à l'indice des loyers et d'une paupérisation des locataires par rapport aux autres ménages (cf. § 1.1).

La plupart des logements ayant atteint un niveau de confort élevé, la diminution de la surcroissance du loyer moyen par rapport à l'indice observée depuis une vingtaine d'années devrait se poursuivre.

La paupérisation des locataires, qui semble avoir ralenti pendant les années 2010, reflétait une relative stabilité de leur revenu net d'inflation, les gains de pouvoir d'achat bénéficiant aux propriétaires.

Si à l'avenir le revenu par ménage de l'ensemble des ménages progresse plus rapidement que l'inflation (il y aurait donc des gains de pouvoir d'achat), l'indice des loyers pourrait augmenter au rythme du revenu par ménage de l'ensemble des ménages pendant un certain temps, mais non indéfiniment, puisque la capacité des locataires à consacrer une part de plus en plus élevée de leur revenu à leur loyer n'est pas infinie. Il est donc possible qu'à l'avenir la croissance de l'indice des loyers se rapproche de celle des prix à la consommation, comme elle l'a fait sur le passé récent.

Si le revenu par ménage ou a fortiori par unité de consommation des locataires progressait moins rapidement que l'indice des prix à la consommation (il y aurait donc une paupérisation des locataires en monnaie constante) il semble difficile que l'indice de loyers augmente durablement comme ce dernier, sauf à ce que la qualité du logement des locataires diminue. Ce n'est cependant pas le scénario privilégié par la mission : il s'agirait d'une dégradation de la situation des locataires par rapport aux dernières décennies, durant lesquelles le revenu par unité de consommation des locataires du parc privé n'a pas diminué en monnaie constante (cf. graphique 6), et l'on n'en voit pas le signe sur le passé récent.

Par ailleurs, l'élasticité des loyers par rapport au nombre de logements ressort à environ - 1 ou -2<sup>38</sup>. Quelle que soit l'offre supplémentaire créée sous forme d'un parc à loyer de marché ou à loyer subventionné (de type social ou intermédiaire), son effet sur le niveau des loyers de marché devrait donc rester limité.

En conclusion, il semble raisonnable d'escompter que le loyer d'un logement locatif donné, convenablement entretenu<sup>39</sup>, devrait augmenter au moins comme les prix à la consommation, sous réserve bien sûr de fluctuations temporaires.

Certaines des personnes rencontrées n'excluent cependant pas qu'en cas de forte reprise de l'inflation un contrôle accru des loyers conduise à leur dévalorisation en monnaie constante : la mémoire des contrôles des loyers instaurés à partir de la première guerre mondiale en périodes de forte inflation n'est pas totalement effacée.

---

<sup>38</sup> Cf. note 5.

<sup>39</sup> Puisque l'indice Insee des loyers reflète des évolutions à qualité constante.

#### **2.4.2. Le principal déterminant de l'évolution des prix de cession sera celle des taux d'intérêt**

Seul l'environnement financier, et au premier chef le bas niveau des taux d'intérêt, semble pouvoir expliquer le niveau élevé du prix des logements par rapport au revenu par ménage, comparé à ce qu'il avait été de 1965 à 2000 (cf. § 1.2).

La prospective sur le prix des logements suppose donc une prospective sur les taux d'intérêt. Ils ne semblent pas pouvoir demeurer indéfiniment à leur niveau actuel, mais le rythme et l'ampleur de leur remontée sont particulièrement délicats à anticiper, d'autant plus qu'ils seront influencés par des décisions publiques au niveau tant international que national.

Lorsque les taux remonteront, la capacité d'achat immobilier des ménages sera réduite et donc, après un délai d'ajustement des vendeurs (de logements anciens ou, dans le cas du neuf, de terrains à bâtir) pendant lequel les volumes de ventes diminueront, le prix des logements s'ajustera à la baisse. Il devrait ensuite retrouver une croissance voisine de sa croissance historique parallèle au revenu par ménage. En cas de reprise de l'inflation, on ne peut exclure que le prix des logements diminue en monnaie constante mais non en monnaie courante.

Comme dans le cas des loyers, il ne semble pas que le niveau de la construction puisse influencer fortement sur le prix des logements, compte tenu d'une élasticité du prix à l'offre voisine de -1 à -2<sup>40</sup>.

#### **2.4.3. Rendement du placement en logement**

Lorsque les taux d'intérêt remonteront, les prix de cession baisseront mais les loyers seront inchangés :

- ◆ pour les investisseurs ayant acheté avant la baisse de prix, le rendement locatif (par rapport au prix d'achat) sera inchangé mais le rendement en capital diminuera, et donc le rendement total du placement baissera ;
- ◆ pour les nouveaux investisseurs achetant une fois la baisse des prix parvenue à son terme, le rendement locatif augmentera et l'investisseur pourra escompter un rendement en capital voisin de la croissance du revenu par ménage ; il en résultera un rendement total plus élevé qu'actuellement.

Le placement en logement s'apparente de fait à un investissement en rente perpétuelle à coupon indexé sur les loyers, dont la valeur de revente n'est certaine à aucune échéance. Néanmoins, son prix est moins sensible que celui d'une rente perpétuelle aux variations à court terme des taux d'intérêt (ce que reflète sa faible corrélation sur des pas de temps courts avec le placement obligataire), (cf. § 2.1.4). Cela résulte de son illiquidité, qui handicape l'arbitrage par rapport aux actifs financiers, et de l'influence du prix auquel acheteurs et vendeurs particuliers le valorisent, selon des critères différents de ceux d'un investisseur institutionnel.

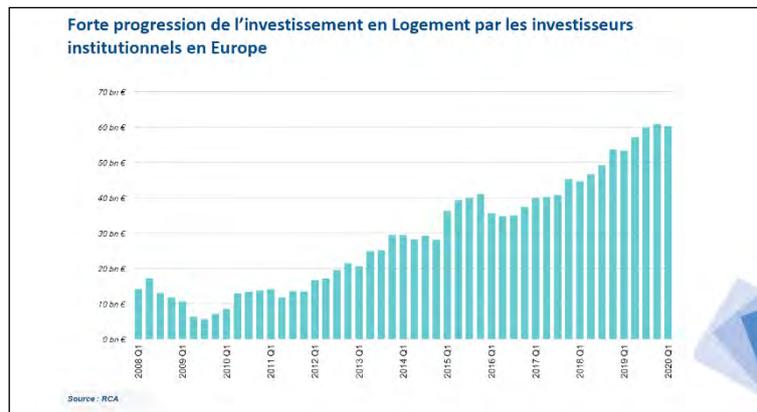
#### **2.4.4. Compétition avec les autres actifs**

Les interlocuteurs rencontrés ont signalé un intérêt renouvelé des investisseurs institutionnels pour le placement locatif résidentiel depuis plusieurs années. Si cet intérêt s'est moins matérialisé en France que dans l'ensemble de l'Europe (cf. Graphique 27), c'est en raison de la rareté de l'offre dans notre pays.

---

<sup>40</sup> Cf. note 5.

**Graphique 27 : la progression de l'investissement en logement par les investisseurs institutionnels en Europe**



Source : RCA cité dans (Schoeffler, 2020).

La raison invoquée est que, dès avant la crise sanitaire, les investisseurs institutionnels disposaient de liquidités abondantes qui cherchaient à s'investir avec un meilleur rendement que les obligations, et que l'écart entre les rendements locatif de l'immobilier de bureau et d'habitation avait diminué.

S'ajoutait à cela, dans le cas de l'immobilier commercial, le développement de l'e-commerce, qui accroissait la demande en locaux logistiques mais la réduisait en locaux commerciaux.

La crise sanitaire a renforcé cette tendance, par :

- ◆ la détérioration brutale de la santé financière des utilisateurs finaux en immobilier commercial et touristique ;
- ◆ la crainte que le développement de l'e-commerce, accéléré par la crise sanitaire, ne réduise encore plus rapidement la demande de locaux commerciaux ;
- ◆ et la crainte que même après la pandémie le télétravail ne réduise la demande en bureaux ;
- ◆ alors que, par comparaison, le placement en logement procure des revenus stables, moins dépendants de la conjoncture que l'immobilier d'entreprise, au sein duquel seuls les locaux logistiques semblent encore en croissance.

Néanmoins, cet intérêt manifesté par les investisseurs institutionnels pour l'investissement en logement n'est pas unanime. Au moins l'un de ceux rencontrés a signalé qu'il entend continuer à vendre son parc résidentiel à la découpe en raison de son rendement annuel trop faible et du risque institutionnel.

Quant à l'avenir, deux questions semblent se poser :

- ◆ l'intérêt des investisseurs institutionnels pour le logement est-il durable ?
- ◆ s'il s'estompe, revendront-ils ou bien conserveront-ils leurs investissements actuels ?

La mission a entendu lors de ses auditions l'opinion que l'intérêt des investisseurs institutionnels pour l'investissement en logement pourrait n'être que temporaire. Cela lui semble une éventualité. Il n'est pas certain qu'une fois la crise sanitaire terminée les craintes concernant l'immobilier de bureaux se réalisent. La remontée des taux d'intérêt devrait dévaloriser les logements comme les autres actifs, et ne pas modifier la hiérarchie des rendements, mais pourrait aussi modifier la perception des risques au détriment du profil de risque offert par le logement. Ce serait une raison supplémentaire de faciliter l'afflux des capitaux des investisseurs institutionnels vers le logement tant qu'il en est temps.

Si les investisseurs institutionnels se retirent ensuite du logement, cela ne pourra être que par appartement car on voit mal quels investisseurs autres que des investisseurs institutionnels achèteraient des immeubles entiers ou des blocs d'appartements : la plupart des particuliers n'en ont pas les moyens et les collectivités locales, si elles achètent parfois des immeubles, notamment par préemption, ont des capacités limitées.

### 2.5. Le cas particulier du placement en logement intermédiaire

Par rapport à l'investissement en logement de marché, le LLI bénéficie d'avantages fiscaux (TVA à 10% et exonération de TFPB pendant vingt ans) en contrepartie de contraintes réglementaires (plafonds de loyer<sup>41</sup>, localisation, etc.). Son caractère plus réglementé peut être dissuasif (en raison du risque réglementaire) mais son loyer inférieur au marché réduit le risque de vacance, toutes choses égales par ailleurs<sup>42</sup>.

Au total, les entretiens menés par la mission laissent penser que, pour une large fraction des investisseurs institutionnels, le statut de LLI n'est pas dissuasif par rapport à un investissement sur le marché locatif libre : ce n'est pas l'intérêt des investisseurs mais le niveau de production physique qui limite actuellement le développement du LLI.

On peut par ailleurs se demander quel pourrait être l'effet de la construction de LLI sur les prix de cession et les loyers de marché. Il dépend de l'effet d'éviction, difficile à anticiper et très dépendant de considérations locales (présence d'une demande solvable non satisfaite, disponibilité de foncier constructible).

Si ces LLI, par effet d'éviction, prennent la place d'autres logements qui en leur absence auraient été construits (logements sociaux, logements intermédiaires de type Pinel ou logements de marché), le rapport de l'offre et de la demande physique et donc les prix et loyers de marché seront inchangés. Néanmoins, si les logements évincés sont des logements de marché, les locataires de nouveaux LLI bénéficieront d'un loyer plus faible que celui des logements de marché dont ils auront pris la place. Par ailleurs, si les revenus des ménages non locataires des LLI sont supérieurs à ceux de ces derniers, il est possible, compte tenu du lien entre les loyers des logements et les revenus de leurs occupants (cf. Graphique 17), que le loyer des logements autres que LLI augmente.

En l'absence d'effet d'éviction, la construction par exemple de 20 000 LLI dans une zone représentant 10% du territoire, soit 3,7 millions de logements, augmenterait l'offre de 0,5%. L'élasticité du prix des logements et des loyers par rapport à l'offre étant de l'ordre de - 1 ou - 2<sup>43</sup>, les prix et les loyers de marché seraient réduits de 0,5 à 1%.

---

<sup>41</sup> L'IRL (indice de revalorisation des loyers), sur lequel sont indexés les plafonds de loyer des LLI, a crû historiquement comme l'indice des prix à la consommation, alors que l'indice des loyers de l'Insee a crû comme le revenu par ménage (§ 1.1.1), donc un peu plus rapidement en raison des gains de pouvoir d'achat des ménages. Néanmoins, ces derniers étant actuellement très faibles et ne semblant pas destinés à croître fortement dans le futur prévisible, cette différence semble secondaire.

<sup>42</sup> Un gros intervenant sur le marché des LLI a indiqué à la mission que le profil type des locataires, jeune ménage en ascension professionnelle et familiale, entraîne une vacance locative élevée, mais on peut penser que sur le marché libre dans les zones considérées cette clientèle est également très représentée.

<sup>43</sup> Cf. note 5.



## **PIÈCE JOINTE N° III**

### **Les acteurs du logement locatif intermédiaire et leur production de 2014 à 2020**



# SOMMAIRE

<b>1. LES LOGEMENTS INTERMÉDIAIRES DES BAILLEURS SOCIAUX.....</b>	<b>1</b>
1.1. Au cours des années, différents produits ont accompagné le développement d'un parc de logements intermédiaires par les bailleurs sociaux* .....	1
1.2. Les conditions réglementaires et fiscales de la gestion de logements intermédiaires par les bailleurs sociaux.....	1
<b>2. LES DIFFÉRENTS TYPES D'INVESTISSEURS PROFESSIONNELS DÉTENTEURS DE L'IMMOBILIER LOCATIF RÉSIDENTIEL.....</b>	<b>2</b>
2.1. Les structures réservées aux investisseurs professionnels .....	2
2.1.1. <i>Les sociétés foncières de droit commun non cotées.....</i>	<i>2</i>
2.1.2. <i>Les organismes professionnels de placement collectif dans l'immobilier (OPPCI).....</i>	<i>2</i>
2.2. Les structures collectant l'épargne des particuliers.....	3
2.2.1. <i>Les OPCI.....</i>	<i>3</i>
2.2.2. <i>Les sociétés immobilières d'investissement cotées (SIIC).....</i>	<i>3</i>
2.2.3. <i>Les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI).....</i>	<i>4</i>
<b>3. L'ÉCOSYSTÈME DES PRESTATAIRES AU SERVICE DES INVESTISSEURS DANS LA PRODUCTION DE LOGEMENTS LOCATIFS INTERMÉDIAIRES.....</b>	<b>7</b>
3.1. La gestion professionnelle des actifs immobiliers résidentiels repose sur trois types de prestataires de services .....	7
3.1.1. <i>L'externalisation de la maîtrise d'ouvrage : le recours très systématique aux promoteurs.....</i>	<i>7</i>
3.1.2. <i>L'externalisation et la création et la gestion de structures porteuses des investissements en logements.....</i>	<i>7</i>
3.2. Deux écosystèmes complets pour le logement intermédiaire issus du secteur parapublic .....	8
3.2.1. <i>Le groupe CDC Habitat.....</i>	<i>8</i>
3.2.2. <i>Le groupe Action Logement et sa filiale IN'LI.....</i>	<i>8</i>
<b>4. L'ANALYSE DE LA PRODUCTION DE LOGEMENTS LOCATIFS INTERMÉDIAIRES DEPUIS 2014 PAR TYPES D'INVESTISSEURS.....</b>	<b>9</b>
4.1. CDC Habitat et IN'LI sont ensemble à l'origine de 64 % des logements intermédiaires agréés de 2014 à 2020 .....	9
4.2. Les bailleurs sociaux, entreprises sociales pour l'habitat essentiellement, représentent 32 % des logements agréés entre 2014 et 2020 .....	10
4.3. Les investisseurs privés ne sont à l'origine que de 4 % des logements agréés... 10	
<b>5. L'ANALYSE DES DIFFICULTÉS ÉVOQUÉES PAR LES OPÉRATEURS POUR OBTENIR LES PERMIS DE CONSTRUIRE.....</b>	<b>10</b>
<b>6. LES LOGEMENTS LOCATIFS INTERMÉDIAIRES AGRÉÉS DE 2014 À 2020 .....</b>	<b>13</b>

## **1. Les logements intermédiaires des bailleurs sociaux**

### **1.1. Au cours des années, différents produits ont accompagné le développement d'un parc de logements intermédiaires par les bailleurs sociaux\***

La vocation première des bailleurs sociaux – Offices Publics de l'Habitat (OPH), Entreprises Sociales de l'Habitat (ESH ou SA d'HLM) et Sociétés immobilières d'Economie Mixtes locales (SEM) principalement, est de développer un parc de logement accessible aux plus modestes. Ce parc social conventionné comporte lui-même un étage aux loyers relativement élevés, ouvert à des ménages aux revenus moyens. Il s'agit aujourd'hui des logements financés par les prêts PLS qui ont succédé aux prêts PLA du Crédit Foncier de France. Fréquemment qualifiés de logements intermédiaires, les PLS font partie du parc social conventionné ; ils sont notamment pris en compte au titre de l'obligation instituée par l'article 55 de la loi Solidarité et Renouvellement Urbain.

Les bailleurs sociaux ont toutefois développé depuis longtemps un parc de logement ouvert plus largement vers les ménages à revenus moyens qui a pu prendre différentes formes au cours des années. On peut ranger dans cette catégorie proprement intermédiaire les logements financés par des prêts PLI ainsi que, avant 1978, les Immeubles à Loyers Normaux (ILN). Les Logement Locatifs Intermédiaires (LLI) constituent aujourd'hui le principal canal de développement de ce parc intermédiaire.

Au 1<sup>er</sup> janvier 2020 le parc des bailleurs sociaux comptait au total 53 000 logements de type PLI.

### **1.2. Les conditions réglementaires et fiscales de la gestion de logements intermédiaires par les bailleurs sociaux**

Jusqu'en 2019, en application de l'article L.411-2 du code de la construction et de l'habitation, le service d'intérêt économique général (SIEG) du logement social<sup>1</sup> comprenait la gestion de logements intermédiaires dans la limite d'un nombre de logements ne dépassant pas 10 % du nombre des logements sociaux gérés par l'organisme. Toutefois, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2020, la gestion de logements locatifs intermédiaires est exclue du SIEG. En conséquence, cette activité est désormais soumise à l'impôt sur les sociétés et les résultats dégagés par les activités SIEG ne peuvent plus financer le développement du logement intermédiaire.

Par ailleurs, les bailleurs sociaux ont la possibilité de créer des filiales intervenant exclusivement dans la location de logements intermédiaires.

---

<sup>1</sup> Au regard du droit européen, les activités relevant du SIEG ne sont pas soumis à l'obligation de déclarer les aides d'État et sont exonérées de l'impôt sur les sociétés.

## 2. Les différents types d'investisseurs professionnels détenteurs de l'immobilier locatif résidentiel

Si la détention directe par les assureurs ou les caisses de retraites a longtemps été très répandue, elle tend aujourd'hui à devenir rare. Les détenteurs de capitaux préfèrent en effet éviter la relation directe avec les locataires qui est à l'origine d'une gestion complexe et peut occasionner des problèmes d'images en cas de difficultés. Les structures dédiées à la détention et à la gestion d'un patrimoine immobilier, notamment résidentiel, se sont ainsi multipliées en recourant à une large variété de statuts parmi lesquels il convient de distinguer ceux réservés aux professionnels et ceux qui recueillent directement l'épargne des particuliers.

### 2.1. Les structures réservées aux investisseurs professionnels

#### 2.1.1. Les sociétés foncières de droit commun non cotées

Les sociétés foncières créées par les professionnels pour porter la propriété des investissements immobiliers dont le financement est externalisé auprès de partenaires financiers sont fréquemment constituées sous la forme de société de droit commun parmi lesquels deux statuts sont privilégiés : la société civile immobilière (SCI) et la société anonyme simplifiée (SAS).

Le statut de SCI a par exemple été retenu par CDC Habitat pour ses Fonds de Logement Intermédiaire 1 et 2. Du point de vue fiscal, il existe deux possibilités. Selon le droit commun, la SCI n'est pas soumise elle-même à l'impôt sur les sociétés les résultats étant directement imposables au nom des associés au prorata de leur part dans le capital et selon leur régime propre. Mais la SCI peut opter pour l'assujettissement à l'impôt sur les sociétés, dans les mêmes conditions que les SAS (et autres sociétés de capitaux) ci-dessous.

La SAS est quant à elle soumise à l'impôt sur les sociétés, seuls les dividendes distribués étant soumis à l'impôt sur les sociétés au nom des associés. Ce statut a été retenu par l'État pour les sociétés SOLINTER Actifs 1 et 2 créés pour la Société pour le Locatif Intermédiaire (SLI).

Les foncières constituées sous forme de société de capitaux ont toutefois la possibilité d'opter pour le régime de transparence fiscale des SIIC (voir infra) si leur capital est détenu à 95 % au moins par une ou deux SPPICAV ou une SPPICAV et une SIIC.

#### 2.1.2. Les organismes professionnels de placement collectif dans l'immobilier (OPPCI)

Les OPPCI sont des fonds agréés par l'autorité des marchés financiers (AMF) ouverts à des investisseurs professionnels. Ils ont pour objet principal l'acquisition et la gestion d'immeubles à louer ou à construire en vue d'être loués. Par rapport aux OPCI ouverts au grand public présentés infra, ils sont soumis à une réglementation allégée (par exemple leur niveau d'endettement n'est pas plafonné, sinon par le souci de bonne gestion).

Gérés par une société de gestion également agréée par l'AMF comme les SIIC, les OPPCI peuvent prendre deux formes juridiques :

- ♦ **la Société Professionnelle de Placement à Prépondérance Immobilière à Capital Variable (SPPICAV)** qui dispose de la personnalité morale et peut être constituée sous la forme d'une société anonyme (SA) ou de société par actions simplifiée (SAS) ;
- ♦ **le Fonds Professionnel de Placement Immobilier (FPPI)** qui est une copropriété émettant des parts, ne disposant pas de la personnalité morale et représentée par une société de gestion.

## Pièce jointe n° III

Les SPPICAV et les FPPI doivent investir au moins 60 % de leurs actifs dans l'immobilier, détention directe d'immeubles mais aussi participation dans des sociétés ou fonds à prépondérance immobilière. Au-delà de ce pourcentage minimal, les OPPCI peuvent conserver des actifs liquides qui leur permettent de faire face à leurs obligations vis-à-vis des investisseurs.

En effet, les OPPCI sont des fonds d'investissement « ouverts », qui émettent et rachètent leurs actions ou parts à la demande de l'investisseur à tout moment et sur la base de la valeur liquidative.

Du point de vue fiscal, l'OPPCI dispose quelle que soit sa forme d'un statut de « transparence fiscale » : il n'est pas soumis à l'impôt sur les sociétés mais il est astreint à distribuer ses bénéfices :

- ◆ pour une SPPICAV : au moins 85 % des revenus nets des actifs immobiliers, 50 % des plus-values nettes sur cessions d'actifs et des dividendes provenant de sociétés ;
- ◆ pour un FPPI : au moins 85 % des revenus nets des actifs immobiliers, des plus-values nettes et des autres revenus.

De leur côté, les actionnaires ou porteurs de part sont imposés selon le régime qui leur est propre à raison des revenus effectivement distribués par l'OPPCI.

Au 31 décembre 2018, l'actif brut total des OPPCI s'élevait à 83 milliards d'euros, à comparer à 43 milliards d'euros fin 2014.

## 2.2. Les structures collectant l'épargne des particuliers

### 2.2.1. Les OPCI

Les SPPICAV et FPPI ouvertes aux investisseurs professionnels existent également sous une forme ouverte au public (SPICAV et FPCI). Elles sont alors soumises à des exigences renforcées en matière prudentielle (leur niveau d'endettement est ainsi plafonné à 40 % de l'actif).

À fin 2018, l'actif brut total des OPCI « grand public » s'élevait à 17 milliards d'euros contre 2 milliards d'euros à fin 2014.

### 2.2.2. Les sociétés immobilières d'investissement cotées (SIIC)

Les SIIC sont des sociétés foncières cotées en bourse qui sont dotées d'un statut de « transparence fiscale » qui les oblige à distribuer leurs revenus à leurs actionnaires (95 % des bénéfices et 70 % des plus-values) en contrepartie d'une exonération de l'impôt sur les sociétés. Ce statut institué en 2003 a été adopté par la généralité des sociétés foncières cotées. L'exonération d'impôt sur les sociétés permet aux SIIC d'effectuer des arbitrages en cédant des actifs pour en racheter d'autres sans frottement fiscaux.

Les actionnaires sont quant à eux imposés sur les dividendes distribués selon le régime qui leur est propre. La cotation en bourse de leurs actions leur confère en outre une certaine liquidité sous réserve des risques de perte en capital inhérents à tout placement en action.

A fin 2018, l'actif brut total des SIIC s'élevait à 154 milliards d'euros, contre 109 milliards d'euros fin 2014.

### 2.2.3. Les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI)

Les SCPI ou « pierre papier » sont des sociétés civiles immobilières dotées d'un statut particulier. Elles collectent des capitaux auprès d'investisseurs, principalement des particuliers pour les investir dans des immeubles à louer ou des immeubles à construire en vue de les louer. Leur gestion est assurée par une société agréée par l'AMF.

Les SCPI ne peuvent acquérir des immeubles en vue de les vendre mais elles peuvent vendre les immeubles qu'elles détiennent depuis au moins 6 ans. Elles peuvent également faire des travaux sur les immeubles qu'elles ont acquis (et doivent alors les conserver pendant au moins 6 ans).

Les SCPI peuvent être constituées à capital fixe ou variable.

Des SCPI fiscales ont été constituées pour faire bénéficier les particuliers investisseurs de la réduction d'impôt pour investissement locatif dans ce cadre mutualisé. Cet avantage fiscal se traduit toutefois par des contraintes lourdes en gestion liées au respect de la durée de location (de 6, 9 ou 12 ans) qui conditionne pour les investisseurs le bénéfice de la réduction d'impôt.

Les gestionnaires sont conduits en premier lieu à fermer les « SCPI Pinel » chaque année, ce qui se traduit par des véhicules de petite taille sur lesquels les coûts de gestion pèsent plus lourdement. De plus, les investisseurs ne peuvent se voir restituer leur fonds qu'à l'échéance de la société fixée par la société de gestion. Compte tenu de la durée initiale de construction et de mise en location, puis de la période nécessaire pour liquider le patrimoine, la durée imposée d'immobilisation des fonds est de l'ordre de 15 ans pour une durée de location de 9 ans. Les SCPI Pinel sont pour ces motifs très peu développées.

À fin 2018, la capitalisation totale des SCPI de toutes catégories s'élevait à 55 milliards d'euros, contre 33 milliards à fin 2014).

Les statuts et régimes fiscaux des différents types de structures immobilières ci-dessus sont comparés dans le tableau 1.

Tableau 1 : Comparaison des régimes juridiques et fiscaux

Type de structure porteuse	Ouverture du capital au public	Possibilités de sortie pour l'investisseur	Régime fiscal de la société ou du fonds	Régime fiscal des détenteurs du capital
Société civile immobilière de droit commun (SCI)	Non	Selon le droit commun (cession de parts éventuellement soumis à agrément des autres associés si les statuts le prévoient)	Droit commun : non soumise à l'impôt sur les sociétés Sur option : assujettissement à l'IS	Droit commun : imposition sur leur quote-part dans les bénéfices réalisés par la société selon leur régime propre Sur option : imposition sur les résultats effectivement distribués
Société anonyme simplifiée (SAS)	Non	id. SCI	Soumise à l'impôt sur les sociétés Possibilité d'option pour le régime des SIIC, si le capital est détenu à 95 % par une ou deux SPICAV ou une SPICAV et une SIIC	Imposition des dividendes perçus selon leur régime propre
SPICAV	Non	Remboursement des actions par la SPICAV à la valeur liquidative possible à tout moment	Exonérée d'impôt sur les sociétés avec obligation de distribution des bénéfices	Imposition des dividendes perçus selon leur régime propre
FPPCI	Non	Remboursement des parts par le FPPCI à la valeur liquidative possible à tout moment	Non soumis à l'impôt sur les sociétés et obligation de distribution des bénéfices	Imposition des dividendes perçus selon leur régime propre
SPICAV	Oui	Remboursement des actions par la SPICAV à la valeur liquidative possible à tout moment	Exonérée d'impôt sur les sociétés avec obligation de distribution des bénéfices	Imposition des dividendes perçus selon leur régime propre

Pièce jointe n° III

Type de structure porteuse	Ouverture du capital au public	Possibilités de sortie pour l'investisseur	Régime fiscal de la société ou du fonds	Régime fiscal des détenteurs du capital
FPCI	Oui	Remboursement des parts par le FPPCI à la valeur liquidative possible à tout moment	Non soumis à l'impôt sur les sociétés et obligation de distribution des bénéfices	Imposition des dividendes perçus selon leur régime propre
SIIC	Oui	Cession en bourse des actions	Exonérée d'impôt sur les sociétés avec obligation de distribution des bénéfices	Imposition des dividendes perçus selon leur régime propre
SCPI	Oui	Hors SCPI Pinel : cession possibles ou rachat SCPI Pinel : à la liquidation de la SCPI	Non soumis à l'impôt sur les sociétés et obligation de distribution des bénéfices	Imposition sur leur quote-part dans les bénéfices réalisés par la société selon leur régime propre

Source : CGEDD.

### **3. L'écosystème des prestataires au service des investisseurs dans la production de logements locatifs intermédiaires**

#### **3.1. La gestion professionnelle des actifs immobiliers résidentiels repose sur trois types de prestataires de services**

##### **3.1.1. L'externalisation de la maîtrise d'ouvrage : le recours très systématique aux promoteurs**

La maîtrise d'ouvrage directe des programmes de construction par les investisseurs institutionnels est minoritaire. Dans la généralité des cas, les immeubles sont acquis en VEFA auprès de promoteurs dans le cadre de ventes en bloc dans le cadre de vente en bloc.

Par rapport aux ventes au détail qui représentent la majeure partie du chiffre d'affaire des promoteurs, ces ventes en bloc bénéficient d'un rabais de l'ordre de 10 à 12 %. Ce rabais peut être rapproché en premier lieu des économies sur les frais de commercialisation réalisées par le promoteur du fait de la vente en bloc. Mais le professionnalisme des investisseurs institutionnels et de leur gestionnaire leur confère également une position de négociation très supérieure à celle des particuliers.

##### **3.1.2. L'externalisation et la création et la gestion de structures porteuses des investissements en logements**

Dans la pratique, les structures porteuses des investissements ne disposent pas en propre des compétences pour les gérer efficacement et font très systématiquement appel à une structure externe qui peut assurer auprès d'elles plusieurs types de prestations, de la constitution juridique de la structure à la mise en location et à la gestion locative en passant par la recherche et la sélection des investissements.

L'action de la société de gestion repose en premier lieu sur une convention avec les investisseurs, actionnaires ou porteurs de parts de la structure gérée, qui définit une stratégie d'investissement et un objectif de rendement. Sans constituer une obligation de résultat, cet objectif de rendement détermine l'analyse des opportunités d'investissement. Une connaissance fine des marchés locaux constitue un atout précieux dans cette tâche.

La société de gestion négocie ensuite avec les promoteurs et signe les contrats de vente en bloc. A partir de la livraison, elle met en location les logements, par exemple sur une plateforme en ligne. Puis elle assure la gestion des contrats de location et l'entretien des logements à la charge du propriétaire. Cette gestion locative est sensiblement plus lourde que pour l'immobilier d'entreprise, la capacité de la société de gestion à industrialiser le processus permettra néanmoins de réduire ces coûts de façon à maximiser le rendement net offert aux investisseurs.

La gestion des logements et de leur location (*property management*) peut toutefois être dissociée de la gestion des investissements (*asset management*) en fonction notamment des compétences détenues par l'opérateur à l'origine de la création de la structure.

## **3.2. Deux écosystèmes complets pour le logement intermédiaire issus du secteur parapublic**

### **3.2.1. Le groupe CDC Habitat**

CDC Habitat, anciennement Société Nationale Immobilière (SNI), est un acteur parapublic majeur du secteur du logement qui au sein du groupe Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) appartient à la Banque des Territoires. Très présent également sur le logement social avec sa filiale CDC Habitat social, le groupe détient et gère plus de 328 000 logements dont 87 000 pour la société CDC Habitat qui a été spécialisée sur le segment du logement intermédiaire.

CDC Habitat a en effet engagé depuis 2014 une stratégie de développement ambitieuse au niveau national sur ce créneau du logement locatif intermédiaire. La société déclare ainsi avoir sécurisé le financement de 45 000 logements locatifs intermédiaires à l'horizon 2029 à travers trois canaux :

- ◆ des investissements en propre de la société CDC Habitat sur la base de financements provenant de la CDC (augmentation de capital de 900 millions d'euros prévue) qui doivent permettre de produire 12 000 logements intermédiaires ;
- ◆ une dotation totale d'1 milliard d'euros de l'État pour la Société pour le Logement Intermédiaire (SLI) créée en 2015 par la puissance publique et dont CDC Habitat a obtenu la gestion suite à un appel d'offre. Ce financement doit permettre la production de 13 000 logements intermédiaires pour un coût d'investissement total effet de levier de l'endettement compris de 2,3 milliards d'euros ;
- ◆ des fonds propres collectés auprès de différents investisseurs institutionnels dans le cadre d'un premier Fonds pour le Logement Intermédiaire (FLI) créé en 2014, puis d'un deuxième fonds (FLI 2) en 2019 pour une capacité d'investissement de 3,8 milliards d'euros effet de levier de l'endettement compris permettant de produire 20 000 logements intermédiaires.

L'ensemble de ces logements ainsi que les structures porteuses sont gérées par la filiale Ampère Gestion qui, s'appuyant sur les différents métiers et compétences du groupe CDC Habitat, assure en général à la fois les fonctions d'asset manager et de property manager.

### **3.2.2. Le groupe Action Logement et sa filiale IN'LI**

Le groupe Action Logement dont les ressources proviennent en premier lieu de la participation des employeurs à l'effort de construction a décidé en 2017 de dédier des filiales régionales à la production de logements intermédiaires qu'il souhaitait développer prioritairement. La société IN'LI a ainsi été créée en Ile-de-France par le regroupement de quatre structures préexistantes pour un parc de 43 000 logements. Dans le même sont créés en régions les filiales IN'LI AURA, IN'LI PACA, IN'LI Grand Est et IN'LI Sud-Ouest. Ces différentes filiales régionales mettent en œuvre des stratégies indépendantes mais disposent de moyens communs (plateforme en ligne pour la location par exemple).

Le groupe Action Logement s'est ainsi fixé l'objectif de produire en 10 ans 100 000 logements locatifs intermédiaires dont 80 000 en Île-de-France.

### Pièce jointe n° III

Pour financer ses objectifs de construction, IN'LI, la filiale logement intermédiaire active en Ile-de-France, a recherché à compléter ses ressources propres en créant la société foncière Cronos à laquelle elle a, dans un premier temps, fait apport de 6 000 logements de son patrimoine (essentiellement à loyer libre) et 4 000 logements en cours d'acquisition en VEFA. Elle a ensuite cédé 75 % du capital de cette foncière à l'assureur AXA<sup>2</sup>.

La cession d'actifs existants permet à IN'LI de mobiliser des fonds propres qui pourront être investis dans son développement propre. Elle permet en outre à la foncière de recourir à des emprunts hypothécaires pour démultiplier ses capacités d'investissement par l'effet de levier, pour une capacité d'investissement totale annoncée de 5,8 milliards d'euros. La foncière Cronos devrait ainsi financer 1500 logements par an.

La société foncière bénéficiera en outre d'une prestation d'assistance à maîtrise d'ouvrage par IN'LI, pour la sélection et le développement des projets nouveaux, et d'une prestation de gestion opérationnelle par sa filiale IN'LI Property Management. A la différence du montage retenu par le groupe CDC Habitat l'investisseur AXA REIM se réserve la fonction *d'asset manager*.

Le partenariat entre IN'LI et le partenaire AXA REIM choisi après une procédure ouverte de sélection, est fondé sur des principes de gestion convenus en commun parmi lesquels notamment :

- ◆ investissements : exclusivement en zones A et A bis, à titre principal dans le secteur locatif intermédiaire et de façon accessoire en secteur libre ou conventionné ;
- ◆ Llyers : plafonds réglementaires pour les logements locatifs intermédiaires, 15 % en dessous du marché pour le secteur libre accessoire ;
- ◆ politique de vente : absence de congés pour vente et aucune vente au cours des 8 premières années.

#### **4. L'analyse de la production de logements locatifs intermédiaires depuis 2014 par types d'investisseurs**

La mission a pu exploiter le fichier des logements locatifs intermédiaires agréés de 2014 à 2021 communiqués par la DHUP. En classant les opérations selon la raison sociale de l'opérateur bénéficiaire de l'agrément, il est possible d'apprécier la place des différents types d'acteurs présentés ci-dessus.

##### **4.1. CDC Habitat et IN'LI sont ensemble à l'origine de 64 % des logements intermédiaires agréés de 2014 à 2020**

Sur l'ensemble de la période 2014-2020, la société CDC Habitat est à l'origine de près de 18 % des logements agréés, sensiblement à égalité avec les fonds gérés par la société (18 % également). La SLI et ses fonds apportés par l'État représentent quant à elle près de 9 % des logements. Au total, le groupe CDC Habitat est ainsi de loin le premier acteur du secteur intermédiaire des institutionnels avec près de 45 % des logements agréés. Cette part a toutefois diminuée à 36 % en 2019 et 2020 parallèlement à la montée en puissance du second acteur majeur, IN'LI.

---

<sup>2</sup> Par l'intermédiaire de sa filiale AXA Real Estate Investment Managers.

### Pièce jointe n° III

Les sociétés IN'LI<sup>3</sup> sont à l'origine de 15 % des logements agréés de 2014 à 2020. Il s'y ajoute à partir de 2018 les agréments délivrés à la foncière Cronos qui représentent 4 % des logements agréés sur l'ensemble de la période mais 11 % sur l'année 2020. Au total, le groupe Action Logement par ses filiales IN'LI est ainsi à l'origine de 19 % des logements agréés de 2014 à 2020 et 29 % sur l'année 2020.

Globalement, CDC habitat et Action Logement/IN'LI représentent 64 % des logements agréés de 2014 à 2020 et même 65 % en 2020, soit une position clairement dominante.

#### **4.2. Les bailleurs sociaux, entreprises sociales pour l'habitat essentiellement, représentent 32 % des logements agréés entre 2014 et 2020**

Les bailleurs sociaux dans leur ensemble, Entreprises Sociales pour l'Habitat (ESH), Offices Publics de l'Habitat (OPH), Société immobilières d'Économie Mixtes Locales (SEM) principalement, viennent au deuxième rang des acteurs du logement locatif intermédiaire avec 32 % des logements agréés de 2014 à 2020. Cette proportion a oscillé entre 27 % et 35 % depuis 2015 sans tendance marquée (33 % en 2020).

Les ESH représentent à elles seules près de 75 % des logements agréés de 2014 à 2020, dont une grande partie de filiales du groupe Action Logement ainsi que CDC Habitat social qui viennent donc majorer la part des deux acteurs principaux du marché. Les OPH (9 %), les filiales intermédiaires constituées par les bailleurs sociaux (8%) et les SEM locales (6%) sont les autres bailleurs sociaux intervenant de façon plus ou moins significative sur le segment intermédiaire.

#### **4.3. Les investisseurs privés ne sont à l'origine que de 4 % des logements agréés**

Les opérateurs autres que CDC Habitat, IN'LI et les différents bailleurs sociaux – dont les investisseurs institutionnels tel qu'assurances et banques intervenant en propre et non pas dans les structures créées à leur intention par les deux acteurs dominant du marché, ne représentent que 4 % de l'ensemble des logements agréés de 2014 à 2020. Cette part tend de plus à diminuer régulièrement (1,6 % en 2020).

### **5. L'analyse des difficultés évoquées par les opérateurs pour obtenir les permis de construire**

Ces acteurs font néanmoins état des réticences émises par certaines communes dans la délivrance des permis de construire pour la construction de logements intermédiaires. La mission a donc souhaité vérifier cette assertion par l'étude d'une liste de 113 communes réputées peu favorables au logement intermédiaire, établie par un acteur important du marché. Il en ressort une réalité nuancée en fonction de la zone d'appartenance des communes. Si l'exonération de TFPB est un axe d'analyse pertinent quant aux difficultés du logement intermédiaire institutionnel en zone A, il est plus nuancé pour la zone A bis où le prix de l'opération est le facteur majeur d'explication (cf. tableau 2 au tableau 4).

---

<sup>3</sup> Y compris les sociétés régionales IN'LI PACA, IN'LI AURA, IN'LI Sud Ouest et IN'LI Grand Est.

Tableau 2 : Blocage supposé en Île-de-France dans les communes de zones A et A bis – En nombre de communes

Zone/ Département	Total nombre de communes	Communes bloquantes en nombre			Communes bloquantes en % du total communes				
		LLI ou TFBP	Prix	TFPB	Total	LLI ou TFBP	Prix	TFPB	Total
A	384	5	3	42	50	1 %	1 %	11 %	13 %
77	87	3		3	6	3 %	0 %	3 %	7 %
78	82	0	2	5	7	0 %	2 %	6 %	9 %
91	84	1	0	12	13	1 %	0 %	14 %	15 %
92	2	0	0	0	0	0 %	0 %	0 %	0 %
93	29	1	0	13	14	3 %	0 %	45 %	48 %
94	29	0	1	4	5	0 %	3 %	14 %	17 %
95	71	0	0	5	5	0 %	0 %	7 %	7 %
A bis	76	1	54	8	63	1 %	71 %	11 %	83 %
75	1	0	1	0	1	0 %	100 %	0 %	100 %
78	11	0	11	0	11	0 %	100 %	0 %	100 %
92	34	1	24	5	30	3 %	71 %	15 %	88 %
93	11	0	3	3	6	0 %	27 %	27 %	55 %
94	18	0	14	0	14	0 %	78 %	0 %	78 %
95	1	0	1	0	1	0 %	100 %	0 %	100 %

Source : Mission.

Tableau 3 : Blocage supposé en Île-de-France dans les communes de zones A et A bis – En population

Zone/ Département	Total population des communes	Communes bloquantes en population			Communes bloquantes en % du total communes				
		LLI ou TFBP	Prix	TFPB	Total	LLI ou TFBP	Prix	TFPB	Total
A	5 937 484	62 053	98 475	1 466 292	1 626 820	1 %	2 %	25 %	27 %
77	892 799	0	54 029	158 418	212 447	0 %	6 %	18 %	24 %
78	930 411	7 846	0	381 140	388 986	1 %	0 %	41 %	42 %
91	1 116 855	0	0	0	0	0 %	0 %	0 %	0 %
92	72 033	0	0	0	0	0 %	0 %	0 %	0 %
93	1 075 404	54 207	0	619 095	673 302	5 %	0 %	58 %	63 %
94	752 572	0	44 446	105 582	150 028	0 %	6 %	14 %	20 %
95	1 097 410	0	0	202 057	202 057	0 %	0 %	18 %	18 %
A bis	5 304 369	34 527	4 178 474	616 607	4 829 608	1 %	79 %	12 %	91 %
75	2 192 485	0	2 192 485	0	2 192 485	0 %	100 %	0 %	100 %

Pièce jointe n° III

Zone/ Département	Total population des communes	Communes bloquantes en population			Communes bloquantes en % du total communes				
		LLI ou TFPB	Prix	TFPB	Total	LLI ou TFPB	Prix	TFPB	Total
78	319 839	0	319 839	0	319 839	0 %	100 %	0 %	100 %
92	1 563 466	34 527	1 097 637	365 066	1 497 230	2 %	70 %	23 %	96 %
93	564 012	0	55 993	251 541	307 534	0 %	10 %	45 %	55 %
94	653 128	0	501 081	0	501 081	0 %	77 %	0 %	77 %
95	11 439	0	11 439	0	11 439	0 %	100 %	0 %	100 %

Source : Mission.

Tableau 4 : Blocage supposé en Île-de-France dans les communes de zones A et A bis – En fonction de la situation financière des communes

Zone/ Département	Blocage LLI ou TFPB			Prix			TFPB					
	Défavorable	Moyenne	Favorable	Total	Défavorable	Moyenne	Favorable	Total	Défavorable	Moyenne	Favorable	Total
A	1	1	3	5	0	1	2	3	17	4	21	42
77	1	0	2	3	0	0	0	0	1	0	2	3
78	0	0	0	0	0	0	2	2	1	0	4	5
91	0	0	1	1	0	0	0	0	7	2	3	12
92	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
93	0	1	0	1	0	0	0	0	5	1	7	13
94	0	0	0	0	0	1	0	1	2	1	1	4
95	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	4	5
A bis	1	0	0	1	13	7	34	54	4	0	4	8
75	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0
78	0	0	0	0	2	0	9	11	0	0	0	0
92	1	0	0	1	5	6	13	24	3	0	2	5
93	0	0	0	0	1	0	2	3	1	0	2	3
94	0	0	0	0	4	1	9	14	0	0	0	0
95	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0

Source : DGCL mission.

Notes : L'appréciation financière des communes repose sur une pondération du taux d'épargne brute, du taux d'épargne nette et de la capacité de désendettement constaté pour le compte de l'exercice 2019. Est considéré dans une situation défavorable une commune dont ces principaux ratios sont inférieurs à plus de 10 % de la moyenne en Île-de-France. Inversement est considérée dans une situation favorable une commune dont les ratios sont supérieurs à plus de 10 % de la moyenne. Les communes considérées dans la moyenne sont celles présentant des ratios compris entre +/- 10 % autour de la moyenne.

## **6. Les logements locatifs intermédiaires agréés de 2014 à 2020**

**Des tableaux statistiques relatifs aux logements locatifs intermédiaires agréés de 2014 à 2020 sont présentés ci-dessous en tableau 5 à tableau 12.**

Tableau 5 : LLI agréés de 2014 à 2020 par régions et par années

Région	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total
Île-de-France	Logements	287	2 714	3 476	4 081	4 823	6 251	27 936
	en %	62,4	55,3	48,4	49,0	52,5	52,8	50,5
Provence-Alpes-Côte d'Azur	Logements	152	560	1 471	1 499	1 046	2 040	8 783
	en %	33,0	11,4	20,5	18,0	11,4	17,2	15,9
Auvergne-Rhône-Alpes	Logements	21	622	756	1 486	1 471	1 544	7 413
	en %	4,6	12,7	10,5	17,8	16,0	13,0	13,4
Occitanie	Logements	0	425	215	436	411	634	3 280
	en %	0,0	8,7	3,0	5,2	4,5	5,4	8,7
Nouvelle-Aquitaine	Logements	0	149	494	124	496	294	2 343
	en %	0,0	3,0	6,9	1,5	5,4	2,5	5,9
Grand Est	Logements	0	288	356	302	298	485	2 061
	en %	0,0	5,9	5,0	3,6	3,2	4,1	2,5
Hauts-de-France	Logements	0	117	163	321	443	311	1 923
	en %	0,0	2,4	2,3	3,9	4,8	2,6	4,2
Centre-Val-de-Loire	Logements	0	29	127	10	109	47	699
	en %	0,0	0,6	1,8	0,1	1,2	0,4	1,3
Normandie	Logements	0	0	41	41	64	23	331
	en %	0,0	0,0	0,6	0,5	0,7	0,2	1,2
La Réunion	Logements	0	0	0	0	0	140	162
	en %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,3
Bretagne	Logements	0	0	32	31	0	0	125
	en %	0,0	0,0	0,4	0,4	0,0	0,0	0,2
Pays de la Loire	Logements	0	6	30	0	0	22	112
	en %	0,0	0,1	0,4	0,0	0,0	0,2	0,2

Région		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total
Bourgogne-Franche-Comté	Logements	0	0	25	0	34	46	0	105
	en %	0,0	0,0	0,3	0,0	0,4	0,4	0,0	0,2
Martinique	Logements	0	0	0	0	0	0	22	22
	en %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
<b>Total</b>	<b>Logements</b>	<b>460</b>	<b>4 910</b>	<b>7 186</b>	<b>8 331</b>	<b>9 195</b>	<b>11 837</b>	<b>13 376</b>	<b>55 295</b>
	en %	100	100	100	100	100	100	100	100

Source : Mission d'après le fichier GALION/SISAL communiqué par la DHUP.

Tableau 6 : LLI agréés de 2014 à 2020 par zones A, B, C et années

Zone		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total
Zone A bis	Logements	197	964	1 450	1 630	1 451	2 217	2 068	9 977
	en %	42,8	19,6	20,2	19,6	15,8	18,7	15,5	18,0
Zone A	Logements	191	2 412	3 843	3 686	4 797	6 005	5 907	26 841
	en %	41,5	49,1	53,5	44,2	52,2	50,7	44,2	48,5
Zone B1	Logements	72	1 534	1 893	3 015	2 915	3 615	5 401	18 445
	en %	15,7	31,2	26,3	36,2	31,7	30,5	40,4	33,4
Zone C	Logements	0	0	0	0	32	0	0	32
	en %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1
<b>Total</b>	<b>Logements</b>	<b>460</b>	<b>4 910</b>	<b>7 186</b>	<b>8 331</b>	<b>9 195</b>	<b>11 837</b>	<b>13 376</b>	<b>55 295</b>
	en %	100	100	100	100	100	100	100	100

Source : Mission d'après le fichier GALION/SISAL communiqué par la DHUP.

Pièce jointe n° III

**Tableau 7 : Répartition des besoins potentiels en LLI en Île-de-France comparée à celle des LLI agréés entre 2014 et 2020**

Région/Zone	Besoins potentiels (cœur de cible)		Logements agréés 2014 2020	
	Nombre	En %	Nombre	En %
Paris	95 206	33,9 %	2 129	7,6 %
Zone A bis hors Paris	80 528	28,7 %	7 848	28,1 %
Zone A	96 985	34,5 %	17 292	61,9 %
Zone B1	8 313	3,0 %	667	2,4 %
Hauts-de-Seine	48 439	17,2 %	3 872	13,9 %
Seine-Saint-Denis	18 825	6,7 %	7 036	25,2 %
Val-de-Marne	30 910	11,0 %	3 248	11,6 %
Yvelines	29 022	10,3 %	3 695	13,2 %
Essonne	22 001	7,8 %	2 939	10,5 %
Val-d'Oise	17 055	6,1 %	3 252	11,6 %
Seine-et-Marne	19 573	7,0 %	1 765	6,3 %
<b>Total Île-de-France</b>	<b>281 031</b>	<b>100 %</b>	<b>27 936</b>	<b>100 %</b>

Source : DRIHL pour les besoins potentiels. Mission d'après le fichier GALION/SISAL communiqué par la DHUP pour les LLI agréés.

Tableau 8 : LLI agréés de 2014 à 2020 par types d'opérateur et par années

Opérateurs		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total
CDC Habitat	Logements	29	637	1 320	1 284	1 686	1 932	3 000	9 888
	en %	6,3	13,0	18,4	15,4	18,3	16,3	22,4	17,9
FLI et autres fonds	Logements	51	1 516	1 969	2 094	1 566	1 596	1 168	9 960
	en %	11,1	30,9	27,4	25,1	17,0	13,5	8,7	18,0
SLI	Logements		269	774	1 510	851	695	679	4 778
	en %	0,0	5,5	10,8	18,1	9,3	5,9	5,1	8,6
<b>Total</b>	<b>Logements</b>	<b>80</b>	<b>2 422</b>	<b>4 063</b>	<b>4 888</b>	<b>4 103</b>	<b>4 223</b>	<b>4 847</b>	<b>24 626</b>
	en %	<b>17,4</b>	<b>49,3</b>	<b>56,5</b>	<b>58,7</b>	<b>44,6</b>	<b>35,7</b>	<b>36,2</b>	<b>44,5</b>
IN'LI	Logements	27	460	542	603	1 616	2 685	2 387	8 320
	en %	5,9	9,4	7,5	7,2	17,6	22,7	17,8	15,0
Foncières IN'LI	Logements	0	0	0		147	694	1 493	2 334
	en %	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	5,9	11,2	4,2
<b>Total</b>	<b>Logements</b>	<b>27</b>	<b>460</b>	<b>542</b>	<b>603</b>	<b>1 763</b>	<b>3 379</b>	<b>3 880</b>	<b>10 654</b>
	en %	<b>5,9</b>	<b>9,4</b>	<b>7,5</b>	<b>7,2</b>	<b>19,2</b>	<b>28,5</b>	<b>29,0</b>	<b>19,3</b>
Bailleurs sociaux	Logements	200	1 524	1 953	2 425	3 074	4 190	4 431	17 797
	en %	43,5	31,0	27,2	29,1	33,4	35,4	33,1	32,2
Autres sociétés	Logements	153	504	628	415	255	45	218	2 218
	en %	33,3	10,3	8,7	5,0	2,8	0,4	1,6	4,0
<b>Total des logements agréés</b>	<b>Logements</b>	<b>460</b>	<b>4 910</b>	<b>7 186</b>	<b>8 331</b>	<b>9 195</b>	<b>11 837</b>	<b>13 376</b>	<b>55 295</b>
	en %	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Source : Mission d'après le fichier GALLON/SISAL communiqué par la DHUP.

Tableau 9 : LLI agréés de 2014 à 2020 par types d'opérateur et par années. Détail des bailleurs sociaux

Bailleurs sociaux		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total
ESH	Logements	121	1 290	1 711	1 563	2 351	2 907	3 317	13 260
	en %	60,5	84,6	87,6	64,5	76,5	69,4	74,9	74,5
OPH	Logements	0	131	127	380	329	431	281	1 679
	en %	0,0	8,6	6,5	15,7	10,7	10,3	6,3	9,4
Coop HLM	Logements	0	0	10	10	0	51	15	86
	en %	0,0	0,0	0,5	0,4	0,0	1,2	0,3	0,5
SEM locale	Logements	79	87	85	44	115	412	234	1 056
	en %	39,5	5,7	4,4	1,8	3,7	9,8	5,3	5,9
SIDOM	Logements	0	0	0	0	0	31	22	53
	en %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,5	0,3
Filiales LLI de bailleur social	Logements	0	16	20	285	213	358	562	1 454
	en %	0,0	1,0	1,0	11,8	6,9	8,5	12,7	8,2
Association Foncière Logement	Logements	0	0	0	143	66	0	0	209
	en %	0,0	0,0	0,0	5,9	2,1	0,0	0,0	1,2
<b>Total</b>	<b>Logements</b>	<b>200</b>	<b>1 524</b>	<b>1 953</b>	<b>2 425</b>	<b>3 074</b>	<b>4 190</b>	<b>4 431</b>	<b>17 797</b>
	en %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Source : Mission d'après le fichier GALLION/SISAL communiqué par la DHUP.

**Pièce jointe n° III**

**Tableau 10 : Prix moyens par logement des LLI agréés de 2014 à 2020 par types d'opérateur et par zones A/ B/C**

<b>Opérateur</b>	<b>Zone A bis</b>	<b>Zone A</b>	<b>Zone B1</b>	<b>Ensemble</b>
<b>Gestion CDC Habitat</b>	<b>279 191 €</b>	<b>201 503 €</b>	<b>171 942 €</b>	<b>194 274 €</b>
CDC Habitat	268 665 €	204 411 €	177 153 €	194 481 €
Fonds gérés CDC Habitat	293 918 €	199 276 €	170 051 €	196 133 €
SLI gestion CDC Habitat	260 651 €	201 202 €	163 131 €	190 366 €
<b>Gestion IN'LI</b>	<b>297 898 €</b>	<b>224 272 €</b>	<b>207 001 €</b>	<b>241 364 €</b>
IN'LI	296 624 €	225 237 €	207 001 €	238 911 €
Foncières IN'LI	302 386 €	220 070 €	N.A.	255 131 €
<b>Bailleurs sociaux</b>	<b>296 722 €</b>	<b>204 461 €</b>	<b>182 579 €</b>	<b>211 006 €</b>
<b>Autres sociétés</b>	<b>290 024 €</b>	<b>194 190 €</b>	<b>154 741 €</b>	<b>217 126 €</b>
<b>Total</b>	<b>293 394 €</b>	<b>206 834 €</b>	<b>179 680 €</b>	<b>210 150 €</b>

*Source : Mission d'après le fichier GALION/SISAL communiqué par la DHUP.*

**Tableau 11 : Prix/m<sup>2</sup> moyens et surfaces moyennes des LLI agréés de 2014 à 2020 par zone A/B/C et par année**

<b>Zone</b>		<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Total</b>
Zone A bis	Prix/m <sup>2</sup> (en €)	4 624	4 843	4 651	5 004	4 997	5 288	5 180	5 031
	Surface/logt (m <sup>2</sup> )	51,5	60,0	58,7	57,1	59,1	57,9	59,5	58,5
Zone A	Prix/m <sup>2</sup> (en €)	3 478	3 333	3 359	3 381	3 500	3 608	3 714	3 527
	Surface/logt (m <sup>2</sup> )	52,3	57,5	56,2	58,4	59,1	59,2	61,3	59,0
Zone B1	Prix/m <sup>2</sup> (en €)	2 787	2 603	2 523	2 869	2 793	2 850	3 063	2 858
	Surface/logt (m <sup>2</sup> )	59,7	64,3	61,2	60,6	62,8	64,1	64,6	63,3
<b>Total</b>	<b>Prix/m<sup>2</sup> (en €)</b>	<b>3 789</b>	<b>3 351</b>	<b>3 334</b>	<b>3 454</b>	<b>3 474</b>	<b>3 629</b>	<b>3 586</b>	<b>3 509</b>
	<b>Surface/logt (m<sup>2</sup>)</b>	<b>53,0</b>	<b>60,3</b>	<b>58,4</b>	<b>59,0</b>	<b>60,4</b>	<b>60,8</b>	<b>62,6</b>	<b>60,6</b>

*Source : Mission d'après le fichier GALION/SISAL communiqué par la DHUP.*

**Tableau 12 : Répartition des LLI agréés de 2014 à 2020 par tranches de surfaces**

<b>Surface</b>		<b>Zone A bis</b>	<b>Zone A</b>	<b>Zone B1</b>	<b>Total</b>
40 m <sup>2</sup> ou moins	Logements	177	354	141	672
	en %	1,8	1,3	0,8	1,2
40 à 60 m <sup>2</sup>	Logements	6 137	18 526	10 333	34 996
	en %	61,5	69,0	56,0	63,3
60 à 80 m <sup>2</sup>	Logements	3 633	7 577	6 988	18 230
	en %	36,4	28,2	37,9	33,0
80 à 100 m <sup>2</sup>	Logements	4	344	879	1 227
	en %	0,0	1,3	4,8	2,2
100 m <sup>2</sup> ou plus	Logements	26	40	104	170
	en %	0,3	0,1	0,6	0,3
<b>Total</b>	<b>Logements</b>	<b>9 405</b>	<b>23 151</b>	<b>18 866</b>	<b>55 295</b>
	en %	100,0	100,0	100,0	100,0

*Source : Mission d'après le fichier GALION/SISAL communiqué par la DHUP.*

# **PIÈCE JOINTE N° IV**

## **Personnes rencontrées**



# SOMMAIRE

<b>1. CABINETS DES MEMBRES DU GOUVERNEMENT</b> .....	<b>1</b>
1.1. Cabinet du Premier ministre .....	1
1.2. Cabinet du ministre de l'économie, des finances, et de la relance .....	1
1.3. Cabinet de la ministre déléguée auprès de la ministre de la transition écologique, chargée du logement.....	1
<b>2. ADMINISTRATION CENTRALE</b> .....	<b>1</b>
2.1. Direction générale du trésor .....	1
2.2. Direction de la législation fiscale (DLF).....	1
2.3. Direction générale des finances publiques (DGFIP) .....	2
2.4. Direction du budget.....	2
2.5. Direction générale de l'aménagement, du logement et de la nature (DGALN).....	2
2.5.1. <i>Direction de l'Habitat, de l'Urbanisme et des Paysages (DHUP)</i> .....	2
2.6. Direction générale des collectivités locales (DGCL) .....	2
2.7. Commissariat général au développement durable, service des données et études statistiques.....	2
<b>3. SERVICES DÉCONCENTRÉS DE L'ÉTAT</b> .....	<b>3</b>
3.1. Direction régionale et interdépartementale de l'hébergement et du logement ....	3
<b>4. OPÉRATEURS DE L'ETAT</b> .....	<b>3</b>
4.1. Agence nationale de contrôle du logement social (Ancols).....	3
<b>5. REPRÉSENTANTS D'ASSOCIATION D'ÉLUS</b> .....	<b>3</b>
5.1. Association des Maires de France (AMF) .....	3
<b>6. PROFESSIONNELS DU SECTEUR</b> .....	<b>3</b>
6.1. Investisseurs institutionnels sur le marché du LLI .....	3
6.1.1. <i>CDC Habitat</i> .....	3
6.1.2. <i>In'li filiale Action logement</i> .....	3
6.2. Gestionnaires d'actifs .....	4
6.2.1. <i>AXA REIM France</i> .....	4
6.2.2. <i>Blackrock</i> .....	4
6.2.3. <i>BNP Paribas Real Estate</i> .....	4
6.2.4. <i>Horizon AM</i> .....	4
6.2.5. <i>Groupama</i> .....	4
6.3. Associations et fédérations .....	4
6.3.1. <i>Institut de l'épargne immobilière et foncière</i> .....	4
6.3.2. <i>Association française des investisseurs institutionnels</i> .....	4
6.3.3. <i>Plurience, association des grandes entreprises de la gestion de la transaction immobilière</i> .....	5
6.3.4. <i>Association française des Sociétés de Placement Immobilier</i> .....	5
6.3.5. <i>Fédération française de l'assurance</i> .....	5

6.3.6.	<i>Autorité des marchés financiers</i> .....	5
6.3.7.	<i>Entreprises sociales pour l'habitat</i> .....	5
6.3.8.	<i>Fédération des promoteurs immobiliers</i> .....	5
6.4.	Organismes de logement social.....	5
6.4.1.	<i>1001 vies habitat</i> .....	5
6.5.	Promoteurs.....	6
6.5.1.	<i>Gécina</i> .....	6

## **1. Cabinets des membres du gouvernement**

### **1.1. Cabinet du Premier ministre**

- ◆ M Grégory ABATE, conseiller technique fiscalité, prélèvements obligatoires.
- ◆ M Cédric LORET, conseiller technique logement.
- ◆ M Nathanaël MASON-SCHULER, conseiller technique financement de l'économie et investissements.

### **1.2. Cabinet du ministre de l'économie, des finances, et de la relance**

- ◆ M<sup>me</sup> Juliette OURY, conseillère financement de l'économie.
- ◆ M<sup>me</sup> Élise VALETOUX, conseillère fiscalité.

### **1.3. Cabinet de la ministre déléguée auprès de la ministre de la transition écologique, chargée du logement**

- ◆ M<sup>me</sup> Sarah BERNHARD, conseillère logement.
- ◆ M Louis de FRANCLIEU, conseiller budgétaire et fiscalité.
- ◆ M<sup>me</sup> Marie ROMBALDI, conseillère « Logement d'abord » et hébergement.

## **2. Administration centrale**

### **2.1. Direction générale du trésor**

- ◆ M Etienne FLORET, adjoint au chef de bureau épargne et marchés financiers (BANCFIN).
- ◆ M<sup>me</sup> Sophie OZIL, cheffe de bureau concurrence, numérique, économie du logement (POLSEC).
- ◆ M Pierre-Elie BELOUARD, adjoint à la cheffe de bureau.
- ◆ M Emmanuel BOVARI, adjoint à la cheffe de bureau.
- ◆ M Vincent ALHENC-GELAS, chef du bureau financement du logement et d'activités d'intérêt général.
- ◆ M. Paul-Simon BÉNAC, adjoint au chef de bureau épargne et marchés financiers ;
- ◆ M Quentin GUERINEAU, adjoint au chef de bureau Entreprises et intermédiaires d'assurance.

### **2.2. Direction de la législation fiscale (DLF)**

- ◆ M<sup>me</sup> Marie-Astrid NICOLAZO de BARMON, sous-directrice de la fiscalité des personnes.
- ◆ M. Benoit KOINTZ, inspecteur des finances publiques.

### **2.3. Direction générale des finances publiques (DGFIP)**

- ◆ Nicolas CHAYVIALLE, chef de bureau fiscalité du patrimoine.
- ◆ M. Denis BOISNAULT, chef du département des études et statistiques fiscales, service de la gestion fiscale.

### **2.4. Direction du budget**

- ◆ M. Mehdi AOUAT, chef de bureau du logement, de la ville et des territoires.
- ◆ M<sup>me</sup> Ingrid BARRAT, adjoint au chef de bureau.
- ◆ M. Frédéric de CARMOY, adjoint au chef de bureau.
- ◆ M. Guillaume BOUYT, adjoint au sous-directeur.

### **2.5. Direction générale de l'aménagement, du logement et de la nature (DGALN)**

- ◆ M<sup>me</sup> Catherine BERGEAL, experte coordination des conseils publics dans les domaines de l'aménagement et du logement.

#### **2.5.1. Direction de l'Habitat, de l'Urbanisme et des Paysages (DHUP)**

- ◆ M. Laurent BRESSON, sous-directeur des politiques de l'habitat, de l'urbanisme et des paysages.
- ◆ M<sup>me</sup> Béatrice BOUTCHENIK, adjointe à la cheffe du bureau des études économiques sur le logement.
- ◆ M. Emmanuel ROUSSELOT, sous-directeur du financement et de l'économie du logement et de l'aménagement.
- ◆ M. Benoit AMEYE, adjoint au sous-directeur du financement et de l'économie du logement et de l'aménagement.
- ◆ M. Stéphane CREMEL chef de bureau des aides financières.
- ◆ M. Ousmane GALOKHO, adjoint au chef du bureau des aides financières.
- ◆ M. Basile PFEIFFER, adjoint à la cheffe de bureau économique sur la politique du logement.
- ◆ M<sup>me</sup> Agathe BONGRAND, chargée de mission responsable du financement du logement locatif.
- ◆ M. Raphaël LAPIERRE-BAILLET, chargé de mission.

### **2.6. Direction générale des collectivités locales (DGCL)**

- ◆ M Olivier BENOIST, sous-directeur de la cohésion et de l'aménagement du territoire.
- ◆ M<sup>me</sup> Karine DELAMARCHE, sous-directrice des compétences et des institutions locales.
- ◆ M Arnaud MENGUY, sous-directeur des finances locales et de l'action économique.

### **2.7. Commissariat général au développement durable, service des données et études statistiques**

- ◆ M Jérôme HARNOIS, sous-directeur des statistiques du logement et de la construction.

### **3. Services déconcentrés de l'État**

#### **3.1. Direction régionale et interdépartementale de l'hébergement et du logement**

- ◆ M. Frédéric ESNAULT, chef du service du développement et de l'amélioration de l'offre de logement et d'hébergement.
- ◆ M<sup>me</sup> Clémentine PESRET, directrice régionale et interdépartementale adjointe.

### **4. Opérateurs de l'Etat**

#### **4.1. Agence nationale de contrôle du logement social (Ancols)**

- ◆ M<sup>me</sup> Rachel Chane-See-Chu, directrice générale.
- ◆ M. Akim Tairou, directeur général adjoint chargé du contrôle et suites
- ◆ M Arnaud Gérardin, directeur général adjoint chargé des statistiques, des évaluations transversales et des systèmes d'information.

### **5. Représentants d'association d'élus**

#### **5.1. Association des Maires de France (AMF)**

- ◆ M. Eric VERLHAC, directeur général ;
- ◆ M<sup>me</sup> Nathalie FOURNEAU, responsable département aménagement des territoires.

### **6. Professionnels du secteur**

#### **6.1. Investisseurs institutionnels sur le marché du LLI**

##### **6.1.1. CDC Habitat**

- ◆ M. André YCHÉ, président du conseil de surveillance.
- ◆ M. Vincent MAHÉ, directeur général.

##### **6.1.2. In'li filiale Action logement**

- ◆ M Benoist APPARU, président du directoire.
- ◆ M Koumaran PAJANIRADJA, directeur général.
- ◆ M. Frédéric LAUPRÊTRE, Directeur de la stratégie patrimoniale.

## 6.2. Gestionnaires d'actifs

### 6.2.1. AXA REIM France

- ◆ M Laurent LAVERGNE, *global head of asset management & development, real assets.*
- ◆ M<sup>me</sup> Amal DEL MONACO, *head of sector specialists, real assets.*

### 6.2.2. Blackrock

- ◆ M. Cédric DUJARDIN, *Managing director.*

### 6.2.3. BNP Paribas Real Estate

- ◆ M. Thierry LAROUE-PONT, président du directoire BNP Paribas real estate.
- ◆ M<sup>me</sup> Nathalie CHARLES, présidente de BNP Paribas real estate investment management (REIM), membre du directoire.
- ◆ M. Olivier BOKOBZA, président des activités de promotion (bureaux & logements), membre du directoire.

### 6.2.4. Horizon AM

- ◆ M. Arnaud MONNET, directeur général.

### 6.2.5. Groupama

- ◆ M. Éric DONNET, directeur général.
- ◆ M. Mickaël COHEN, directeur des investissements.

## 6.3. Associations et fédérations

### 6.3.1. Institut de l'épargne immobilière et foncière

- ◆ M. Christian de KERANGAL, directeur général.
- ◆ M. Gilbert EMONT, *senior advisor.*

### 6.3.2. Association française des investisseurs institutionnels

- ◆ M. Hubert RODARIE, président.

**6.3.3. Plurience, association des grandes entreprises de la gestion de la transaction immobilière**

- ◆ M. Jean Michel CAMIZON, président.
- ◆ M. Nicolas JACQUET, directeur général (Advenis).
- ◆ M. Henri DELIGNE, délégué général.

**6.3.4. Association française des Sociétés de Placement Immobilier**

- ◆ M<sup>me</sup> Véronique DONNADIEU, déléguée générale.

**6.3.5. Fédération française de l'assurance**

- ◆ M. Franck LE VALLOIS, directeur général.
- ◆ M José BARDAJI, directeur des études économiques et des statistiques.
- ◆ M<sup>me</sup> Christine TARRAL, directrice des affaires financières, prudentielles et comptables.
- ◆ M. Christian PIEROTTI, directeur des affaires européennes et internationales.
- ◆ M<sup>me</sup> Manuela LENOIR, directrice adjointe du Pôle affaires publiques, responsable des affaires territoriales.

**6.3.6. Autorité des marchés financiers**

- ◆ M. Benoit de JUVIGNY, secrétaire général.
- ◆ M. Marc LAGLACE, directeur en charge de la direction « Agréments et suivi ».

**6.3.7. Entreprises sociales pour l'habitat**

- ◆ M Didier POUSSOU, directeur général de la fédération des entreprises sociales pour l'habitat.

**6.3.8. Fédération des promoteurs immobiliers**

- ◆ M. Alexis ROUQUE, délégué général.
- ◆ M<sup>me</sup> Bérangère JOLY, directrice juridique.

**6.4. Organismes de logement social**

**6.4.1. 1001 vies habitat**

- ◆ M. Philippe BRY, président du directoire.

## 6.5. Promoteurs

### 6.5.1. Gécina

- ◆ M. Thomas DEGOS, directeur exécutif résidentiel.